

IOSCO 証券規制の目的と原則 実施の評価に関するメソドロジー

証券監督者国際機構

2011 年 9 月

目次 – Book I¹

A.	規制当局に関する原則.....	6
B.	自主規制に関する原則.....	6
C.	証券規制の執行に関する原則.....	6
D.	規制に係る協力に関する原則.....	6
E.	発行体に関する原則.....	7
F.	監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者に関する原則....	7
G.	集団投資スキーム(CIS)に関する原則.....	7
H.	市場仲介者に関する原則.....	8
I.	流通市場に関する原則.....	8
J.	清算と決済に関する原則.....	8
I	イントロダクション	9
A.	証券規制の目的.....	11
1.	目的	11
2.	目的に関する議論	11
B.	規制の環境.....	13
C.	原則の背景.....	14
D.	評価メソドロジーを策定する目的.....	15
E.	メソドロジーの範囲と評価の意図する範囲.....	16
F.	評価プロセスと評価尺度.....	16
II	原則ごとの分析	21
A.	規制当局に関する原則.....	21
1.	前文	21
2.	範囲	22
3.	原則 1～8	23
B.	自主規制に関する原則.....	50
1.	前文	50

¹ Book II は評価の実施に関連する、IOSCO 会員向けに作成された付属文書をまとめたものであり、IOSCO のウェブサイトで一般公開されていない。

2.	範囲	50
3.	原則 9	51
C.	執行に関する原則	58
1.	前文	58
2.	範囲	58
3.	原則 10～12	59
D.	協力に関する原則	71
1.	前文	71
2.	範囲	72
3.	原則 13～15	73
E.	発行体に関する原則	89
1.	前文	89
2.	範囲	90
3.	原則 16～18	93
F.	監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則	112
1.	前文	112
2.	範囲	113
3.	原則 19～23	114
G.	集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則	135
1.	前文	135
2.	範囲	137
3.	原則 24～28	140
H.	市場仲介者に関する原則	175
1.	前文	175
2.	範囲	176
3.	原則 29～32	178
I.	流通市場に関する原則	200
1.	前文	200
2.	範囲	202

3. 原則 33～37	203
J. 清算と決済に関する原則.....	234
添付資料 1－法的枠組み	237

原則一覧

A. 規制当局に関する原則

1. 規制当局の責任は、明確かつ客観的に定められるべきである。
2. 規制当局は、その機能・権限を行使する上で独立性を有し、説明責任を負うべきである。
3. 規制当局は、その機能を発揮し権限を行使するために、十分な権限、適切なリソース、能力を有するべきである。
4. 規制当局は、明確かつ整合的な規制上のプロセスを採用すべきである。
5. 規制当局の職員は、機密保持に関する適切な基準などの、高度な職業上の基準を遵守すべきである。
6. 規制当局は、その権限に応じて適切に、システミックリスクの監視・低減・管理に向けたプロセスを有するか、またはそれに貢献すべきである。
7. 規制当局は、規制の境界線を定期的に見直すためのプロセスを有するか、またはそれに貢献すべきである。
8. 規制当局は、利益相反やインセンティブの不整合が回避・排除・開示されるなど、管理されることを確保するよう努めるべきである。

B. 自主規制に関する原則

9. 規制のシステムが、権限の及ぶ分野に対して一定の直接的な監督責任を果たす自主規制機関を利用する場合には、当該自主規制機関は、規制当局の監督に服し、権限や委任された責務を行使する際には、公正性と機密性の基準を遵守すべきである。

C. 証券規制の執行に関する原則

10. 規制当局は、検査・調査・監視に係る包括的な権限を有するべきである。
11. 規制当局は、執行に係る包括的な権限を有するべきである。
12. 規制のシステムは、検査・調査・監視・執行に係る権限の効果的でかつ信頼性の高い行使や、効果的な法令遵守のプログラムの実施を確保すべきである。

D. 規制に係る協力に関する原則

13. 規制当局は、公開・非公開の情報を国内・外国当局と共有するための権限を有するべきである。
14. 規制当局は、公開・非公開の情報をいつ、どのように国内・外国当局と共有するかを定めた情報共有のメカニズムを確立すべきである。

15. 規制のシステムは、外国当局が職務の遂行・権限の行使に際して照会を必要とする場合に、支援を提供することを認めるべきである。

E. 発行体に関する原則

16. 財務状況、リスク及び投資家の判断にとって重要なその他の情報は、完全、正確かつ適時に開示されるべきである。
17. 会社の証券の保有者は、公正かつ公平に扱われるべきである。
18. 財務諸表を作成するため発行体によって用いられる会計基準は、高度でかつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。

F. 監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者に関する原則

19. 監査人は、十分な水準の監督に服するべきである。
20. 監査人は、自身が監査を行う発行体から独立しているべきである。
21. 監査基準は、高度でかつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。
22. 信用格付機関は、十分な水準の監督に服するべきである。規制のシステムは、その格付が規制目的で用いられる信用格付機関が、登録制や継続的な監督に服するよう確保すべきである。
23. その他、分析・評価のサービスを投資家に提供する者は、その活動が市場に与える影響や、規制のシステムがその活動に依拠する程度に応じて、適切な監督・規制に服するべきである。

G. 集団投資スキーム(CIS)に関する原則

24. 規制のシステムは、CIS を販売または管理しようとする者の適格性、ガバナンス、組織、行為の基準を定めるべきである。
25. 規制のシステムは、CIS の法的形式・構造及び顧客資産の分別・保護を規定するルールを定めるべきである。
26. 規制は、発行体のための原則で示されたように、特定の投資家にとってのCIS の適合性や、持分の価値を評価するために必要な開示を義務づけるべきである。
27. 規制は、CIS のユニットにおける資産価値評価、プライシング、償還を行うための適正で開示された基礎が存在するよう確保すべきである。
28. 規制は、ヘッジファンドや、ヘッジファンドの運用担当者／顧問が適切な監督に服するよう確保すべきである。

H. 市場仲介者に関する原則

- 29. 規制は、市場仲介者のための最低限の参入基準を定めるべきである。
- 30. 市場仲介者の資本やその他の健全性に関する初期的・継続的な要件が存在すべきであり、それは市場仲介者が負うリスクを反映すべきである。
- 31. 市場仲介者は、顧客の利益・資産を保護し、適切なリスク管理を確保するため、内部組織や営業行為の諸基準を遵守するための内部機能確立するよう義務づけられるべきであり、市場仲介者の経営陣はこれらの事項についての第一義的な責任を受け入れるべきである。
- 32. 投資家に対する損害・損失を最小化し、システミックリスクを抑制するための、市場仲介者の破綻処理に関する手続きが存在すべきである。

I. 流通市場に関する原則

- 33. 証券取引所を含む取引システムの設立は、規制上の認可・監督に服するべきである。
- 34. 公正・公平で、様々な市場参加者の要請の適切なバランスを確保するルールを通じて、取引の健全性を確保することを目的とした、取引所・取引システムに対する継続的な規制上の監督が行われるべきである。
- 35. 規制は、取引の透明性を促進するべきである。
- 36. 規制は、相場操縦その他の不正な取引行為を発見・抑止するよう策定されるべきである。
- 37. 規制は、大口エクスポージャー、デフォルトリスク、市場の混乱を適切に管理することを目的とすべきである。

J. 清算と決済に関する原則

- 38. 証券決済システムと中央清算機関は、それらが公正、実効的、効率的であり、システミックリスクを削減するよう設計された規制・監督上の要件に服するべきである。

「IOSCO 証券規制の目的と原則」の実施状況を評価するための解釈とメソドロジー

I イントロダクション

IOSCO は、証券市場²監督者の主たる国際機構である。現在の会員は、証券規制と証券法制の運営に日常的な責任を負う、100 を超える法域の規制当局で構成される。IOSCO 会員は、複雑性や発達の水準、規模、文化や法の環境が異なる様々な市場を代表している。

このメソドロジーは、「証券規制の目的と原則」（以下「原則」という）³ に対する IOSCO の解釈を提供し、原則の実施水準の自己評価または第三者評価を行う際の指針を与えることを意図している。

証券およびデリバティブ市場は、市場経済の成長、発展、強みにとって極めて重要である。これらは企業の創意を支え、新たな構想を実施するための資金を調達させ、金融のリスク管理を円滑にする。また、個人投資家はその資金におけるミューチュアルファンドや他の集団投資の比率を高めていることから、証券市場は個人の資産や退職計画の中心となった。

健全で効果的な規制と、さらにそれがもたらす信頼は、証券市場の健全性、成長、発展にとって重要である。⁴

IOSCO 定款の前文は、証券当局は以下の事項を行うとしている。

- 投資家を保護し、公正、効率的かつ透明な市場を維持し、システミックリスクへの対応に努めるため、規制、監督および執行において、国際的に認知された整合的な基準を策定し、その実施・遵守を推進する点で協力すること、
- 情報交換ならびに不正行為に対する執行および市場・市場仲介者の監督における協力の強化を通じて、投資家保護を強化し、証券市場の健全性に対する投資家の信頼を向上させること、
- 市場の発展を支援し、市場のインフラを強化し、適切な規制を実施するため、世界・地域レベルで、それぞれの経験に関する情報を交換すること。

IOSCO 定款はまた、証券規制当局は国内・国際双方のレベルにおいて、常に投資家保護への配慮を重視すべきとの意思を表明している。

² 便宜上、このメソドロジーでは文脈上許される限り、「証券市場」の語はさまざまな市場部門を包括的に言及するものとして用いられる。特に、文脈上許される限り、デリバティブ市場への言及を含むと解すべきである。同じことは、「証券規制」の語の使い方にも当てはまる。（IOSCO By-Laws, Explanatory Memorandum を参照されたい。）

³ *Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO、2010 年 6 月、下記で入手可能。
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

⁴ *Measures to Disseminate Stock Property*, IOSCO 新興市場委員会報告書、1999 年 5 月、下記で入手可能。
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD95.pdf>.

IOSCO は、健全な国内市場が、発達した国内経済の強みにとって必要であり、国内の証券が次第にグローバル市場に統合されつつあると認識している。

金融市場のグローバル化や統合が進むにつれ、証券市場規制に関して重要な問題が提起される。同時に、市場、特に近年大きく成長したいくつかの新興市場は、クロスボーダー取引やクロスアセット取引の影響を受けやすく、経済的なショックの後や不確実性が大きい時期には、短期的にボラティリティが高まりやすい市場もある。従って、規制当局はグローバルな統合された環境で、公正、効率的、透明な市場の存在を確保するため、クロスボーダーな行動の性質を評価することができなければならない。

グローバル化が進む市場ではまた、規制当局の相互依存が強まっている。規制当局間には強い結びつきがなければならず、その結びつきを活用するための能力が必要である。また、規制当局相互の信頼関係も不可欠である。こうした結びつきや信頼関係の醸成のためには、指針となる共通の原則を策定し、規制の目的の共有を促進することが役立つであろう。整合的で高度な規制の基準と、効果的な国際協力は、投資家を保護するだけでなく、システミックリスクも削減する。

規制当局は、ますます重要性を高めている技術、特に電子取引の分野における発展によって引き起こされた重大な課題に対処するための備えをすべきである。

国際的な規制のコミュニティは、効果的な規制に向けた進捗状況を測定するための助言や判断基準を提供すべきである。証券規制当局の主要な国際組織として、IOSCO は高度な規制の基準の確立に向けた支援を行う責任を有する。今回改定されたメソドロジーは、証券業界のための整合的で高度な規制の基準を確立・維持しようとするための IOSCO の継続的な取組みを明らかにしている。

このメソドロジーで扱ったトピックはすべて、既に IOSCO の報告書や決議の主題になっている⁵。IOSCO が発表した報告書や会員が採択した決議もまた、効果的な証券規制の基礎となる原則に関する貴重な情報源であり、それらの原則が効果を発揮するのに必要なツールや手法である。このメソドロジーは、そのような報告書を一次資料として活用している。IOSCO の報告書は総じて、個別のトピックのより詳細な対処方法を提供しているからである。このメソドロジーは IOSCO の報告書や決議を参照しており、個別のトピックを検討する際は、それらを参照すべきである。

⁵ IOSCO の公表文書や決議を網羅したリストは、IOSCO のウェブサイトで公開されている。
www.iosco.org.

A. 証券規制の目的

1. 目的

証券規制に関する IOSCO の 3 つの主要目的は以下のとおりである。

- 投資家⁶の保護;
- 市場の公正性、効率性、透明性の確保
- システミックリスクの削減

2. 目的に関する議論

上記 3 つの目的は密接に関連し、重複する点もいくつかある。公正、効率的、透明な市場の確保に役立つ要件の多くは、同時に投資家を保護し、システミックリスクの削減にも役立つ。同様に、システミックリスクを削減する方策の多くは、投資家を保護する。

さらに、徹底した監視や法令遵守プログラム、効果的な執行や他の規制当局との緊密な協力などの事項が、3 つの目的すべてを実施する上で必要である。

証券規制の目的は、以下で詳述する。このメソドロジーでは、実際の市場の構造や枠組みにおいて、38 の諸原則に明記された目標を達成する方策をより詳しく検討する。

投資家の保護

投資家は、インサイダー取引、フロント・ランニング（すなわち顧客に先んじた取引）、顧客資産の不正使用など、誤解を招き、相場操縦的で、または不正な取引慣行から保護されるべきである。証券市場の投資家は、特に仲介者などの不正行為の被害を受けやすい一方で、個人投資家が法的措置を取る余地は限られることがある。投資家は、中立的な仕組み（例えば、裁判所や他の紛争解決の仕組み）や、不正行為に対する救済・補償の手段にアクセスすることができるべきである。

さらに、証券取引や不正のスキームは複雑な性質を持つため、証券法制の強力な執行が必要となる。法律違反が発生した場合、投資家は強力な法執行を通じて保護されるべきである。

投資家の判断にとって重要な情報を完全に開示することは、投資家保護を確保する上で最も重要な手段である。投資家はこれによって、投資の潜在的なリスクやその対価をより評価できるようになり、その結果、自らの利益をより保護することができる。会計および監査の基準は、開示要件の重要な要素として具備されるべきであり、それらは高度かつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。

⁶ このメソドロジーの目的において、デリバティブ市場の場合、「投資家(investor)」の語は「顧客(customer)」の意も含む。

例えば市場仲介者や取引所を運営する者として、公衆への投資サービス提供が許可されるのは、正当に免許または認可を受けた者に限定すべきである。証券会社が取引相手の現在の需要を満たし、必要な場合は、顧客に損失を与えることなく事業を縮小できるよう、免許や認可を受けた者に課せられる当初の資本や継続的な資本の要件が定められるべきである。

市場仲介者の規制は、市場参加者の最低基準を設けることで、投資家保護を支援すべきである。市場仲介者は、業務規程に示されるであろう基準に則して、投資家を公正かつ公平に扱うべきである。規制当局が行う監督には、検査、監視および法令遵守プログラムの包括的なシステムが含まれるべきである。

効果的な監督や執行は、国内・国際レベルの規制当局間の緊密な協力に依拠している。

市場の公正性、効率性、透明性の確保

市場の公正性は、投資家保護、そして特に不正な取引慣行の防止と密接につながっている。市場の構造は、一部の市場利用者を他の利用者よりも不当に優遇すべきでない。規制当局による取引所や取引システムの運営者の認可、また取引ルールの認可は、公正な市場の確保に役立つ。

規制は、相場操縦などの不公正な取引慣行を発見し、抑止し、罰すべきである。規制は、投資家が市場の設備や相場情報・価格情報に公正にアクセスできることを目指すべきである。規制は、注文の公正な取扱いや信頼の置ける価格形成プロセスを確保する市場慣行も促進すべきである。

効率的な市場では、関連する情報がタイムリーかつ広範に伝達され、価格形成プロセスに反映される。規制は市場の効率性を促進すべきである。

透明性とは、取引に関する情報（取引前情報と取引後情報の両方）がリアルタイムで公開される程度として定義されよう。取引前情報は、投資家が一定の正確性を伴って、取引が可能かどうか、どの価格で取引が可能かを察知できる手段としての買い気配値と売り気配値の提示に関係している。取引後情報は、実際に約定した個々の取引全部の価格と出来高に関係している。規制は、最も高い透明度を確保すべきである。

システミックリスクの削減

システミックリスクの削減は、投資家保護に密接につながっているが、リスクを取るのは活発な市場に不可欠であり、規制が正当なリスク負担を不必要に抑制すべきではない。むしろ規制当局は、効果的なリスク管理を促進・容認し、資本および他の健全性要件によって、適切なリスク負担への対応、一定の損失の吸収、過剰なリスク負担の抑制が十分行えるように確保すべきである。適切に監督され、効果的なリスク管理ツールを用いた効率的かつ正確な清算・決済プロセスは、必須である。

効果的かつ法的に安定したデフォルト処理の枠組みが存在しなければならない。これは、証券法にとどまらず、ある法域の破産規定にまで及ぶ問題である。

不安定な状況は、他の法域の出来事から生じたり、いくつかの法域にまたがって発生したりすることもあり得る。従って市場の混乱への規制当局の対応は、協力と情報共有を通じて、国内的にもグローバルにも安定促進を図るものであるべきである。

規制当局が市場仲介者の破綻を防ぐのは期待できないが、規制は破綻リスクの削減を目指すべきである（資本および内部統制の義務によるものを含む）⁷。それでも破綻が生じる場合、規制は当該破綻の影響を緩和し、特にリスクを破綻機関に限定するように試みるべきである⁸。だからこそ市場仲介者は、十分かつ継続的な資本要件および他の健全性要件に従うべきである。市場仲介者が必要に応じて、顧客や取引相手に損失を与えることなく、またシステミックな損害をもたらすことなく、事業を縮小できるようにすべきである。

B. 規制の環境

証券市場やデリバティブ市場の規制は、IOSCO の 3 つの主たる目的の達成に必要である。しかしながら、不適切な規制は市場に不当な負担を課し、市場の成長と発展を妨げる可能性がある。

このメソドロジー全体を通じて黙示的に示されているのは、規制が資本形成と経済成長を促すべきとの考えである。規制の枠組みの中では、市場における競争の便益も認識すべきである。

健全な経済成長と整合的で、効果的な規制の一般的な特徴を明確にするのは可能であり、以下のとおり示される。

- 市場への参入・撤退や、商品に関して不要な障壁が存在しないこと。
- 市場が所定の参入基準を満たす者に最大限開放されていること。
- 規制当局は政策の策定にあたり、課される要件の影響を考慮すること。
- 特定の金融上の約定を交わすすべての者に対して、規制の負担が公平に課されること。

⁷ 下記を参照されたい。 *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets - Interim Report*, IOSCO 新興市場委員会の報告書、1998 年 9 月、入手先は次のとおり <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD80.pdf>、および *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets*, IOSCO 新興市場委員会の報告書、1999 年 11 月、入手先は次のとおり <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD99.pdf>。

⁸ 下記を参照されたい。 *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, IOSCO 専門委員会の報告書、1999 年 11 月、入手先は次のとおり <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD98.pdf>。

より一般的に言えば、証券市場やデリバティブ市場を運営することができるような、適切かつ実効性のある法律・会計の枠組みが存在しなければならない。証券法制や証券規制が他の法律と隔絶して存在することはあり得ず、法域内に適切かつ実効性ある法律、会計、監査の要件が存在するはずである。これには、憲法や憲章などの枠組み文書が必要に応じて含まれよう。

1 つの法域内の法的枠組みで、IOSCO が特に重要と考える事項は、添付資料 1 に記載する。この添付資料は、国内の立法で対処すべき案件を網羅したリストではなく、証券市場に特に影響する事柄を明確にする趣旨である⁹。

会計と監査の枠組みは、法的枠組みの 1 つの側面とも見なせるだろうが、これら（特に財務諸表の作成と監査人の独立）は個別原則のテーマであり、それぞれこのメソドロジの第 II 部、原則 18 および 20 で取り上げる。

C. 原則の背景

この諸原則は広汎で一般的な証券規制の枠組みを示しており、以下に関する規制を含む。(i) 証券市場、(ii) 証券市場で活動を行う仲介者、(iii) 証券の発行体、(iv) 信用格付機関など、投資分析・評価サービスを提供する者、(v) CIS の持分の販売、ならびに CIS の管理および運用。

原則は、1998 年 9 月の IOSCO 年次総会における IOSCO 代表委員会で初めて採択された¹⁰。原則は、「効果的な証券規制の根底にある原則や、これら原則が効果を発揮するのに必要なツールおよび技術に関する貴重な情報源」として採択されている。代表委員会はさらに、「公正、効率的、健全な国内市場は、多くの国民経済にとって重要な要素であり、しかも国内証券市場が次第にグローバル市場に統合されつつあることから、この目的と原則は各国に対し、証券規制システムの質を高めるように勧める。また目的と原則は、健全性の原則や証券市場規制の実務に関する国際合意を表す」との見解を示した。これらの声明は今日の市場にも引き続き当てはまる。

⁹ 加えて、健全なコーポレート・ガバナンスの慣行も、株主利益に対する重要な追加的保護策となる。コーポレート・ガバナンスは、成文法、取引所上場規則、行動規範を通じて対応されるであろうものであり、詳細はこのメソドロジの対象から除外される（添付資料 I を参照されたい）。経済協力開発機構（OECD）の報告書、*OECD Principles of Corporate Governance*（URL は <http://www.oecd.org/pdf/M00008000/M00008299.pdf>）も参照されたい。また、*Resolution on Corporate Governance*, IOSCO 理事会の決議（2002 年 5 月）も参照されたい。

¹⁰ IOSCO はその会合で、他グループの金融市場強化や投資家保護の水準向上の努力を歓迎すると表明し、特に 22 カ法域（G22）が透明性や情報開示の強化に関連した取組みを行い、国内経済だけでなく世界的にも金融システムを強化していることを挙げた。下記も参照されたい。*Resolution of the Presidents' Committee on IOSCO Adoption of the Objectives and Principles of Securities Regulation*, 1998 年 9 月、<http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES16.pdf> にて入手可能。

2003 年には、原則が改正され、原則の実施を評価するための詳細なメソドロジーが採択された。IOSCO 代表委員会は 2010 年に、証券規制の発展や 2007 年に生じたグローバルな金融危機からの教訓を糧として、改正した 38 の原則を採択した。

より広範な IOSCO 原則に前後関係を与える IOSCO の決議と、引用した IOSCO 報告書は、原則に関して参照すべき貴重な情報源であり、原則の実施を確保するためのツールや技術でもある¹¹。

IOSCO の原則は、健全な金融システムの鍵として、金融安定理事会（FSB）が強調した重要な基準および規範（清算と決済に関するものを含む）の 1 つであり、優先的に実施されるに値する¹²。このメソドロジーに即した原則適用の仕方を一層明確にすれば、IOSCO が規則で述べた一般目的、特に、証券当局は基準設定を中心に、国内レベルでも国際レベルでも市場規制向上を確保するため協力すべきとした目的の達成に役立つ。

原則は、最初の発表後まもなく、IOSCO 主導の包括的な自己評価作業¹³の基盤となり、世界銀行および国際通貨基金（以下、「国際金融機関」または「IFI」という）の金融セクター評価プログラム¹⁴ で使われ続けている。評価プロセスについてはセクション F で詳述する。

D. 評価メソドロジーを策定する目的

IOSCO 原則は、会員の法域の間で、法、規制の枠組み、市場構造の違いを調整するため、幅広い概念のもとで起案された。原則の起案にあたり、IOSCO は、要件が過度に規範的になるのは避けるべきだが、同時に、証券業務に不可欠な規制の枠組みの中核的要素に関して、十分な指針を提供すべきであると結論付けた。

¹¹ IOSCO 決議と公文書を網羅した番号順のリストは、IOSCO のインターネット・ウェブサイト <http://www.iosco.org/library/> に示されており、発行年月で参照するように並べられている。

¹² <http://www.financialstabilityboard.org/cos/index.htm>. 金融安定理事会（FSB）は、各国金融当局や国際基準設定主体の作業を国際レベルで調整し、金融の安定を図る効果的な規制、監督および他の金融部門政策の実施を進めるため、金融安定化フォーラム（FSF）の後継として設立された。24 カ国・法域で金融の安定に責任を負う当局、国際金融機関、部門別規制・監督当局の国際グループ、中央銀行の専門家の委員会を結集する。IOSCO は、かつては FSF、今では FSB の作業に積極的に貢献し、12 の基準や規範の実施に向けて、当局の取組みを促してきた。

¹³ 作業には、IOSCO 会員による 6 つの調査の策定と完了が含まれる。6 つの調査とは、法域内の各原則の実施水準に対する規制当局の見解に関するハイレベルな調査と、実際の原則実施状況を文書化しやすくする情報を引き出す趣旨で行われる、規制当局（執行および協力を含む）、発行体、CIS、市場仲介者、流通市場に関する 5 つの詳細調査である。地域のコーディネーターが主導する IOSCO 地域委員会を通じたチェック作業も行われた。この作業は、個々の法域の調査への対応がどの程度明確で、完結し、整合的かに関するフィードバックを提供した。このプロセスが、2003 年 10 月の最初のメソドロジー発表につながった。

¹⁴ 世界銀行／IMF の合同の金融セクター評価プログラム（FSAP）は、1999 年 4 月に立ち上げられ、潜在的な脆弱性の診断と、IFI 加盟国やオフショア法域の金融部門発展の優先課題の分析に努めている。

IOSCO の理事会、専門委員会、新興市場委員会は、2002 年 5 月にイスタンブールで開催された IOSCO 年次総会で、原則を評価するためのベンチマークの策定を支持した。これら委員会は、ベンチマークを決定する基準が合理的に可能な限り客観的であるべきで、評価者が各法域を各評価区分に位置づけられるようにすべきだと合意した。このアプローチは継続され、新たら原則に適用されている。さらに、既存の原則の詳細は、2010 年の改正の一環として適宜検討および更新された。

このメソドロジーは、原則の実施に関わる重要な側面を集約している。メソドロジーは、原則をどう実施できるのかを説明し、実施水準の評価が可能となるベンチマークを示している。また、メソドロジーは、更なる情報を求める IOSCO 会員が用いるべき IOSCO の関連決議・報告書に基づくものであるが、それらを詳述するものではない。

E. メソドロジーの範囲と評価の意図する範囲

このメソドロジーは、原則で扱われる証券市場、仲介者、信用格付機関などの情報サービス提供者、金融商品に適用され、市場の実際の構成、発展の段階、市場への参加について検討されることを意図している。

「証券市場」の語は、文脈上許される限り、証券化したデリバティブ市場を含め、さまざまな市場部門を包括的に言及するのに用いられる。同じ解釈は「証券規制」の語の使い方にも当てはまる¹⁵。ただし、原則は、デリバティブ市場特有の問題すべてに対処するように、特段調整されているわけではない。そのため、デリバティブ市場に原則を適用するのが状況的に許されるかどうかを判断する際、評価者は、証券とデリバティブの機能的な違いや、当該法域における法的扱いを考慮すべきである。

メソドロジーは、例えば通貨、金、実需の商品市場などの他市場に適用されない。ただし、証券仲介者がかかる市場の顧客と取引する分については、この限りではない。メソドロジーには、原則で扱われた目的の達成に関わる法的枠組みについての情報も含まれる¹⁶。

F. 評価プロセスと評価尺度

規制の改善のため動的かつ建設的なプロセスを意図した実施

評価はそれ自体が目的ではない。むしろ、評価はもっぱら、潜在的なギャップ、不一致、弱点、権限の強化が必要となるであろう領域を特定するための手段であり、また、既存の法制、規則、手続きの強化または改革の優先順位を定めるための基礎と見るべきである。このメソドロジーは特に、評価プロセスが対話を伴うものであり、その中で、規制当局が、市場構造の詳細、法と規制のプログラムを説明し、それらを踏まえた上で、当該規制のプログラムが、原則の目的を達成するための「主

¹⁵ 脚注 1 を参照されたい。

¹⁶ 添付資料 1。

要論点 (Key Questions) 」や「主要課題 (Key Issues) 」にどのように対応するかについて、規制当局の考えを説明することを期待するものである。

この点について IOSCO が明確にしているのは、原則は純然たるチェックリストとして意図されたものではないということであり、また、規制当局や評価者は、メソドロジーをツールとして用いる際、特にプログラム・リソースの十分性や、特定の原則の達成度に関わる論点を評価する際には、判断を用いる必要があるということである。

実施の十分性は、市場の発展と複雑さの水準に左右される

規制上の課題に対する正しいアプローチが 1 つではないことはしばしば見受けられる。法や規制の構造は法域間でばらつきがあり、地域の市場の状況や歴史的な発展を反映している。各法域がこのメソドロジーで述べた目的や原則を実施する具体的なあり方は、関連する法的・商業的枠組みを含む国内の事情全体を考慮しなければならない。評価者は、民法、商法、刑法を含め、法域の基礎的な法体系を認識する必要がある。

原則の目的が達成される限りは、このメソドロジーを、健全な証券規制を達成するため取り得る個々の技術や行動を制限するものであると解するべきでない。したがって、評価される法域の市場の状況の本質を適切に反映する形でこのメソドロジーを適用するためには、評価の一環として、法域の資本市場に関する完全かつ明確な説明が提供されるか、または入手する必要がある。発行体が単一または少数の市場や、本質的には国内のみの市場、そして機関投資家が圧倒的な市場は、多数の個人投資家が存在する法域、仲介者が複雑なグループの一部門である場合が多い法域、発行体が他の法域で設立される法域、市場がその他の国際的要素を持つ法域に比べて、原則の実施の十分性や、不実施から生じる潜在的な脆弱性に関する論点や課題が異なってくる。

従って、ある法域が取るアプローチが、メソドロジーに明記されていなくても、個別の原則の目的を果たすとして、評価者が納得することはあり得る。同様に、ある法域は、特定のアプローチを適用することは特定の取引システムに適していないが、例えば他の手段を通じて市場の健全性の目的は達成されたと立証することもできよう。総じて、この種の説明を行う余地は、「主要論点」そのものや、「注釈」または「範囲」に盛り込まれている。それゆえ、いかなる状況でも、評価者は、「主要論点」が満たされたかどうか、一部の不足があるにもかかわらず「主要論点」に対する答えが「是」に至った理由、「主要課題」および関連する「主要論点」に示された目的を果たすのに、代替的手段が取られたのを踏まえて「是」の答えに至った理由、ある法域の状況において、ある「主要論点」が該当しない、または重要でないと考えた理由に関して、結論に至った理由を説明しなければならない。

規制当局は、証券規制の具体的な実施の方法を頻繁に点検すべきである。市場自体が常に発展する状況にあり、それゆえ法域の規制の内容も、発展する市場を促進させ、適切に規制しつつけるためには、変化せざるを得ないからである。

メソドロジーの利用方法

このメソドロジーは各原則を詳しく取り上げている。原則に解釈を与え、各原則で扱われる「主要課題」を示し、当該法域が「主要課題」にどう対処しているかの評価に関わる「主要論点」を設定する。必要に応じて、注釈を与えるほか、実施水準を評価するためのベンチマークも提供している。

このメソドロジーは、原則の目的が 2 つの観点から十分達成されたかどうかを検定するための基礎を評価者が得ることを想定している。2 つの観点とは、次のとおり。

- (i) **法的（すなわち設計的）観点から**： 規制当局に与えられた権限、準拠法・規則・規制の関連規定、当該法域の証券規制の枠組みを形作る法令群の施行を図るプログラムや手続きを見極める。
- (ii) **実際の権限行使の観点から**： 統計、規制当局者・規制対象業者の担当者・市場参加者との面談、および他の方法を通じて、法・規則・規制に盛り込まれた権限と責任がどう行使されるか、および関連する枠組みの執行が効果的かどうかについて、文書または他の形で測定する。法的観点から規制枠組みの有効性を判断するという点では、当該法域の基礎的法体系の理解が重要であり、経験的観点からは、事実調査のプロセスを慎重に構築する必要がある。

業者、商品、取引が規制要件の適用を免れ、規制当局がかかる適用免除の裁量権を持つ場合には、免除が認められる理由とプロセスは透明であるべきであり、同様の状況に置かれた者や同様の環境には同様の結果が与えられるべきであり、原則の文脈の中で説明可能となるべきである。

当然ながら、調査の範囲、評価者が一定の側面で統計やエピソード的な情報に頼らざるを得ないこと、実施が一時点のものであって、継続的ないし定期的ではない事実により、実施状況を検定する能力は制約を受ける。総じて、原則の実施水準の評価は、ある法域の証券規制の質だけ进行评估する。他の要素（例えば経済環境や政治環境）が、公正で公平な規制システムの整合的な実現に影響することはあり得る。いかなる実施の評価も、政治・経済の失敗や、健全な規制の枠組みが妨げられる可能性に対して保証を行うものであると期待してはならない。

一部の原則は、相互に関連して評価すべきである。メソドロジーではこの点を詳述している。

このメソドロジーを用いる評価者は、評価の第一歩として、評価を受ける法域の「主要論点」に対する対応を参照すべきである¹⁷。

¹⁷ 上記脚注 9 を参照されたい。

評価区分を決める際、評価者は、規制当局・執行・協力に関する原則¹⁸は、市場の有無に関係なく、あらゆる法域に適用可能と考えられるということを認識すべきである。他方で、規制機能に関わる他の原則は、一部の法域に当てはまらないこともあり得る。

例えば、ある法域が流通市場を稼働させていないか、直接のアクセスを認めていない場合、流通市場の関連規定は適用されないことがある。しかし、独自の流通市場を持たない国でも、インサイダー取引や、当該法域から発生して他の法域に及ぶ別の市場不正行為を防ぐ法は存在するだろう。

評価尺度

メソドロジーは、法域が「完全実施」、「概ね実施」、「一部実施」の区分（評価基準の説明は後述）を得るため、肯定的に答えなければならない「主要論点」について、明確な指針を示している。「主要論点」が該当する場合、実施の検定に用いられる「主要論点」への是非の回答は、個別法域の事情の中で実施状況を精緻化・説明することにより補強すべきであり、回答が完全な「是」または「非」から乖離する説明を加えた条件付きになることもあり得ると解される。

その一方で、評価者は、個々の「主要論点」の遵守状況の評価するにあたり、弱点の重大性や、当該法域への「主要論点」の適用可能性を検討すべきである。具体的な権限の存在に言及する「主要論点」では、実施に関する判断は総じて正確に具体的に述べられ、その判断が限定されるのは適用可能性によってのみである。しかし「主要論点」が、リソースの十分性や、執行システムの適用の十分性、具体的な規制機能の効果的な達成に関するものである場合、法域と評価者は、プログラムの十分性、関連するリソース、達成度に関して判断を行う必要があるだろう。

メソドロジーは、「一部実施」から「完全実施」までの範囲で評価区分を割り当てる際、判断が行われなければならないと想定しているが、判断の根拠は、「主要論点」、ベンチマークの評価基準、「主要課題」で掲げられた規制の関連目的に照らして表明され、文書化されるべきである。

また、実施状況は特定時点、すなわち評価の実施時に検定されることが想定されている。変更が予定されている場合、変更による原則実施の進め方、実現のスケジュール、スケジュールの妥当性をコメントに反映させるべきだが、評価区分の位置づけは変えるべきでない。

¹⁸ 執行と協力の原則は、IOSCO MMoU の規定を反映する。同 MMoU は国際レベルで証券規制当局間の標準となった。

新たな法制・プログラム・手続きが最近導入され、その適用が検定できない場合、当該法域は、影響する原則の達成に必要な権限・必要なプログラムの設計を有していることのみについて「完全実施」の区分を受けることができるが、権限または権限行使を意図したプログラムを完全に実施していることについて「完全実施」の区分を受けることはできない¹⁹。また、いかに良く設計されていても、実際には権限が行使されなかったり、プログラムが適用されなかったりすれば、権限の存在の評価に影響が及ぼされることもある。

原則の「主要論点」全てに対する回答を得れば、評価者は原則のベンチマークに従って評価区分を決定する。評価区分が決定すれば、評価者は、その区分が、該当する原則に関係する規制システムの相対的理解と整合的かどうかを検討すべきである。整合的でない場合には、評価者は明確な説明に基づき、評価区分を1段階引き上げるか、または引き下げることができる。

ある原則に関して、規制の枠組みが「概ね実施」、「一部実施」、「不実施」のいずれかの評価を受ける場合は必ず、完全実施を達成するための勧告が提起されるべきである。法域が新たな法制や手続きを導入したが、未施行の場合には、評価者は勧告においてその点に言及してもよい。

評価区分

完全実施： すべての評価基準（ベンチマークに明記）が大きな不足なく総じて満たされているときは常に、原則は完全に実施されていると見なされる。

概ね実施： ある原則に適用される「主要論点」に法域が肯定的に答えられないことが、その原則の概ね実施ベンチマークに基づいて例外とされているものに限られ、かつ、かかる例外が、原則の対象とされる規制の総体的な妥当性に大きく影響しないと評価者が判断するときは常に、原則が概ね実施されていると見なされる。

一部実施： 原則の一部実施ベンチマークで明記されている評価基準が、大きな不足なく総じて満たされているときは常に、原則が一部実施されていると見なされる。

不実施： 不実施ベンチマークで明記された評価基準の遵守において、大きな不足が見つかったときは常に、原則が実施されていないと見なされる。

不適用： ある法域の証券市場の性質や、関連する構造的・法的・制度的事項に対する考慮を踏まえて、原則が適用されないときは常に、原則が不適用と見なされる。この評価区分を定義する基準は、どの原則にも示されているわけではない。

¹⁹ ただし、規制当局の従前のプログラムが「完全実施」で、新たなプログラムがそれを補強するもので場合、法域はそれを証明する機会を持つべきであり、プログラムを改善することにより不利な決定を受けるべきでない。

II 原則ごとの分析

A. 規制当局に関する原則

1. 前文

このメソドロジーでは、規制当局とは、証券市場の規制、監視、監督に責任を負う単数または複数の当局をいう。責任を負う、すなわち所管する当局は、発行体、監査人、信用格付機関、他の情報サービス提供者、CIS、市場仲介者、流通市場（清算と決済を含む）に関して、原則およびメソドロジーで扱われる各問題に管轄権を持つ当局であり、他の法執行、政府、規制の機関を含み得る。

原則は規制当局の具体的構成を規定しない。

このメソドロジーでは、「規制当局」の語は包括的に用いられる。

規制当局が単一である必要はない。実際、多くの法域では、原則に示された規制当局の望ましい属性が、2 つ以上の政府機関ないし政府の権限を持つ半政府機関によって分担されている。

原則は、規制当局の望ましい属性を定めている。適切な権限とリソースを有し、独立して説明責任を担う規制当局は、証券規制の 3 つの主たる目的を確実に達成するのに不可欠である。原則は、規制当局における執行と市場監視の任務や、規制当局間の緊密な協力の必要性が、規制機能の発揮において極めて重要であると考え。自主規制機関の潜在的役割や、自主規制機関の望ましい特性は、原則 9 で別途検討する。

規制当局はまた、システミックリスクの監視・緩和・管理、規制の境界線の定期的な見直し、利益相反やインセンティブの不整合への対処に、重要な役割を負う。

規制当局やその行動の実効性は、評価対象の法域における規制の枠組みや法体系の中で評価すべきである。また規制当局は、評価対象国の市場の状況や発展段階を考慮した上で、評価を受けるべきである（メソドロジーのイントロダクションを参照されたい）。

異なる複数の法執行当局・政府当局・規制当局がさまざまな目的や任務を達成したり、さまざまな権限を行使する場合でも、「規制当局」が達成する任務や作業、行使する権限の範囲で、所管する当局の 1 つが自らの目的や任務を達成することができ、個別の権限を行使できる限り、法域は原則を実施したと見なすべきである。

原則 1 から 5 は、原則 10 から 15 と密接に相互関連する。従って、これら原則の評価は、整合的であるべきである。例えば、規制当局が、原則 10 に基づき求められる包括的な監視の権限を有していなければ、原則 3 が完全に実施されたと結論するのは不可能である。

規制当局に関する原則

いかなる場合も、規制当局は、証券規制の主たる重要な目的の達成に必要なルールや規制を発表・施行すること、当該目的が達成されたかどうかを監視すること、自らの法・規制の枠組みにおける規制要件に対する違反・遵守不足がある際の法執行または他の適切な措置をとることについて、説明責任を負うべきである。規制当局はまた、責任ある形で、公正かつ効果的に、規制の枠組みを実施することを義務づけられるべきである。

2. 範囲

評価者は、法域の規制システムの包括的な概略を理解すべきである。証券規制の責任は、所管する複数の当局が共有する可能性もあるため、評価者は、各当局の構造、権限、責任の範囲および業務を反映した情報を入手すべきである。例えば、一部の法域では、証券会社以外の市場仲介者（例えば、銀行や貸付を行う金融機関、保険会社、退職・年金・老齢退職年金基金）が証券業務を手掛け、異なる規制当局が業務の全部または一部を管轄しているかもしれない。

複数の当局が責任を負う場合、評価者は、特定された規制の機能の領域に関する責任分担と、当局間の協力の取り決めの詳細について、説明を受けるべきである。

規制システム内の作業分担は、原則 6-7 を評価する際も検討すべきである。原則 8 に関しては、評価者は、規制当局が利益相反の存在する程度を特定・評価したかを確認し、利益相反の回避、解消、開示または他の管理を確保するのに、どの程度の規制が必要になり得るのかを判定すべきである。

3. 原則1～8

原則 1	規制当局の責任は、明確かつ客観的に定められるべきである。
------	------------------------------

規制当局の責任が明確かつ客観的に定められていなければ、投資家や市場参加者は、規制当局が公正かつ効果的な監視を通じて、市場の健全性をどの程度保護できているかについて、疑念を持てないだろう。この疑念がある場合、市場の健全性に関する懸念は、全ての市場参加者の不利益を予言する可能性がある。それゆえ、規制当局が責任ある形で公正かつ効果的に行動する能力は、明確な責任の定義（法で定められるのが望ましい）と、適切なチャネルを通じた当局間の強い協力によって支えられる。

規制当局の望ましい属性には、組織の構造や、証券規制の基本目的を達成できるようにするための権限が含まれる。評価者はこの原則を評価する際、規制当局の業務に権限を与え規定する法律の条文によって、規制当局が関連の規制の枠組みに予め定められた手続きや目的に沿って、任務を遂行できることが示されているかどうか、またどのように示されているかを検討すべきである。また評価者は、現状の枠組みにおいて、規制の枠組みが投資家を保護し、公正・効率的・透明な市場を提供し、システミックリスクを削減するためのシステムを構築・実施できると示しているかどうかを評価すべきである。

商品やサービスをパッケージ化するということは、単一の商品やサービスが、伝統的には証券、銀行、保険の少なくとも 2 つが関連していた特徴を、示すようなものかもしれない。法律は、規制当局間の責任分担が空白や不均衡を生まないように確実に期して定めるべきである。規制の責任が分担される場合、責任が規制当局間でどう分担されるかに関係なく、同種の行為や商品は、同種の規制の要件に従うべきである。

主要課題

1. 規制当局の責任は、望ましくは法により、明確かつ客観的に定められるべきである。
2. 法律は、規制当局間の責任分担が空白や不均衡を生まないように確実に期して定めるべきである。規制の責任が分担される場合、責任が規制当局間でどう分担されるかに関係なく、ほぼ同種の行為や商品は総じて、整合的な規制の要件に従うべきである。
3. 適切なチャネルを通じた、責任を有する当局間の効果的な協力が存在すべきである²⁰。

²⁰ 本書脚注 13。原則 13 および 14 も参照されたい。

主要論点

1. 規制当局の責任や権限が、²¹
 - (a) 望ましくは法により、明確に定義され、透明な形で述べられているか。権限は執行可能か。
 - (b) 規制当局が自らの権限を解釈できる場合、解釈の基準は明確で透明か。
 - (c) 解釈のプロセスは、裁量権の濫用が生じかねない状況を防げるほど十分に透明か。
2. 複数の国内当局が証券規制に責任を負うとき、
 - (a) 当局間で責任が分担されている場合、法律は規制上の相違や空白が生じないように定められているか。
 - (b) ほぼ同種の行為や商品は総じて、整合的な規制の要件に従うか。
 - (c) 責任を有する複数の当局は、責任を共有する分野において、協力と意思疎通が義務づけられているか。
 - (d) 適切なチャネルを通じた担当当局間の協力や、意思疎通の取り決めはあるか。担当当局間の協力と意思疎通は、重大な制限なく行われているか²²。

注釈

複数の規制当局が証券規制の責任を共有し、規制当局の責任と権限に差異がある場合、評価は、関係する担当当局をそれぞれ特定し、当局の責任と権限を組み合わせた上で、原則ならびにそれに基づく「主要課題」および「主要論点」の各構成要素に対処するの十分かどうかを考慮すべきである。それには、メソドロジーに関連すると思われる権限と責任が、法域内でどのように割り当てられ行使されるか、あるいは規制の権限が、例えば機能、証券、サービス、主体別に、どこにどのように割り当てられるかについて、説明が必要となる。

²¹ 規制の裁量権は、急速に発達する市場で規制目的を果たすのに必要な場合もある。しかしながら、どのように裁量権の範囲が定められ、裁量権の行使の方法が見直されるかは、責任ある形で公正かつ整合的に行動する規制当局の能力と関係がある。

²² 非公開情報の機密保護に関する方策は、許可に基づく情報の利用と整合的な場合には、大きな制約と見なすべきでない。原則 14 も参照されたい。

規制当局に関する原則

この点において、証券、機能、サービス、主体、取引の種類ごとに証券規制を区別できるかどうかについては、原則は中立的である。重要なのは、評価対象の法域を特徴付ける金融市場、参加者、仲介者、証券およびサービスに対し、規制がどのように適用されているかを判断・検討することである。

空白とは、証券規制（例えば、CIS、発行体、監査人、信用格付機関、および他の情報サービス提供者、市場仲介者、流通市場、執行）の基本要素（機能と目的）の領域のカバレッジ（パフォーマンスではない）の空白であり、評価対象のシステムに適用可能だが、カバーされていないものをいうと解すべきである。評価者は、空白と不均衡に関して、評価対象法域の見解を引き出すべきである。より具体的な機能面の空白と不足は、証券規制の各要素に関連した個別の原則で扱うべきである。原則が取り上げる全領域がどのようにカバーされているか、また、権限の分担がある場合は、効果的な協力の取り決めがどのように存在するかについて、証拠が提供されるべきである。

法律が空白や不均衡に十分に対処しておらず、短期的には修正できない場合、潜在的な空白や不均衡は、責任分担の結果生じる不均衡や空白を確実に避けることを意図した手続きによって対処されることもあり得る。例えば、証券規制の機能と目的について、適切かつ公平なカバレッジを保証するため、他の担当当局と交わす手順や取り決めがそれである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に、肯定的な回答を要する。ただし、単一の当局が法域の証券規制に責任を負う場合は、問 2 を除く。

概ね実施

異なる担当当局が同一の主体を監督しないことを条件に、すなわち同一の主体の健全性と事業活動の監督が異なる担当当局によって行われる場合に、問 2 (b) および 2 (d) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

複数の担当当局が同一主体を監督する場合、問 1 (c) 、2 (b) および 2 (d) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) と 1 (b) の一方または両方、該当する場合は問 2 (a) と 2 (c) の一方または両方に、肯定的に回答できない。

原則 2	規制当局は、その機能・権限を行使する上で独立性を有し、説明責任を負うべきである。
-------------	---

規制当局は、法域における法律および統治の構造に基づき、説明責任を負うべきだが、外部の政治的または商業的干渉から業務上独立すべきである。このような独立性がなければ、投資家や他の市場参加者は、規制当局の客観性と公正さを疑うようになり、市場の健全性に悪影響を与えるだろう。一般に、規制当局の独立性は、安定的な財源によって強化される。それは、規制当局が監督対象の市場参加者から独立を保つべきということでもある。

一部の法域では、規制政策の個別案件で、政府、大臣または他の当局との協議、あるいは了承さえも必要になる。協議や了承が求められる、または許容される状況は明確であるべきで、そのプロセスは十分に透明であるか、健全性を守るため審査にかけられるべきである。総じて、そのような状況に日常の技術的案件の政策決定が含まれるのは、適切ではない。

独立性は、以下のことを意味する。

- 規制当局が、業界の利益から独立して活動し、
- 外部の（政治的または商業的な）干渉を受けずに、規制上の措置や執行を行えること。

説明責任は、規制当局が適切な調査および審査を受けることを意味し。これには以下のものが含まれる。

- 規制当局による、その成果に関する定期的な公表
- 規制当局のプロセスと行動の透明性
- 免許、認可、執行に関わる規制当局の最終決定に司法審査を認める制度

規制当局の保有情報の多くが、機密性が高く商業的に機微な性質を有するという点は尊重されなければならない。不適切な使用や開示から情報を守るための防護策が講じられていなければならない。

規制当局が独立して行動する能力は、規制当局とその職員が、職務や権限の正当な行使を行う際に十分な法的保護を受けることで強化される。

規制当局に関する原則

主要課題

独立性

1. 規制当局は職務と権限を行使する上で、外部の政治的干渉²³や、商業的または業界の利益から業務上独立すべきである。
2. 政府の大臣や他の当局との協議ないし了承の対象には、業務上の意思決定は含まれるべきでない。
3. 規制政策の個別案件に、政府の大臣や他の当局との協議、あるいは了承さえも求められる法域では、協議や了承が求められる、または許容される状況が明確にされるべきであり、協議のプロセスや行動の基準は、十分に透明であるか、健全性を守るため審査にかけられるべきである。
4. 規制当局は、権限を行使しその責任を果たすのに十分安定的な財源を有するべきである。
5. 規制当局とその職員は、職務や権限の正当な行使を行う際、十分な法的保護を受けるべきである。

説明責任

6. 規制当局は、自らの健全性と信頼性を確保するため、権限とリソースの活用に関して、公開の場で説明責任を負うべきである。
7. 規制当局の最終決定に対する司法審査を認める制度を備えるべきである。
8. 説明責任が政府や他の何らかの外部機関を通じて果たされる場合、規制当局の保有情報の機密性および商業的に機微な性質は、尊重されなければならない。不適切な使用や開示から情報を守る防護策が講じられていなければならない。

主要論点

独立性

1. 証券規制当局は、以下の事項を受けることなく、日常業務を行えるか。
 - (a) 外部の政治的干渉
 - (b) 商業的または他の業界の利益からの干渉²⁴

²³ 「干渉」とは、日常的な政策決定に影響を与え、審査や調査に左右されない、公式または非公式なレベルおよび方法での接触をいう。

²⁴ 原則 3。免許、検査や調査の開始などの行政上の措置は通常、不適切な干渉を受けないことを特に精査すべきである。

規制当局に関する原則

2. 規制政策の個別案件に、政府の大臣や他の当局との協議、あるいは了承さえも求められる場合、
 - (a) 協議のプロセスは法で定められているか。
 - (b) 協議が求められる状況から、日常の技術的案件に関する政策決定が除かれるか。
 - (c) 協議や了承が要求または許容される状況は明確で、そのプロセスは十分に透明か。手続きに従わなかったことや、規制上の意思決定または結果は、信頼性を確保ため、十分な審査を受けるか。
3. 証券規制当局は、規制および業務上のニーズを賄うため、十分に安定的かつ持続的な財源を有しているか。
4. その職員のみならず、規制当局や、規制当局の統括部門の長やその構成員も、政府、規制、行政面の職務と権限の正当な行使のため、十分な法的保護を与えられているか。²⁵
5. 規制当局の長と統括部門は、任命の手続き、任期、解任の基準など、独立性を守る趣旨の仕組みに従っているか。

説明責任

6. 規制当局の権限およびリソースの使用の説明責任に係る制度に関して、
 - (a) 規制当局は継続的に、立法府または他の政府機関に説明責任を負っているか。
 - (b) 規制当局は、業務遂行とリソースの活用の方法を透明にするよう義務づけられているか²⁶、ならびに、機密または商業的に機微な情報を除き、市場利用者および規制対象主体に影響を与える措置を公開するように、義務づけられているか。
 - (c) 規制当局の資金の受領と使用は、見直しや監査を受けているか。
7. 規制当局の決定や行政権の行使によって不利な影響を受ける自然人や法人が、最終的に裁判所の審査を求めるための手段はあるか。具体的には、
 - (a) 規制当局は、重大な決定の理由を書面で提供しなければならないか。²⁷

²⁵ 原則 5。

²⁶ 規制当局は法律上の問題として説明責任を負わなければならない。規制当局は、行政法、手続きまたは実務の一般原則として、権限およびリソースの使用が総じて透明であれば、透明であるように義務づけられていると見なされよう。

²⁷ 規制当局は、その際、書面による正式な手続きを備えていれば、理由を記した文書の交付を法律で義務づけられる必要はない。

規制当局に関する原則

- (b) 当該決定の決定プロセスは、意味のある十分な手続き上の保護を含んでいるか。
 - (c) 規制当局が決定を下すのに先立ち、その影響を受ける者が適当な場合には抗議することが認められているか。²⁸
 - (d) 規制当局のそのような決定はすべて、十分な、独立した審査プロセス（究極的には司法審査を含む）を受けているか。
8. 説明責任が政府や他の何らかの外部機関を通じて果たされる場合、機密または商業的に機微な情報は、不適切な使用や開示を防ぐ適切な防護策を受けているか。

注釈

独立性と説明責任のバランスは、細心の注意を要する。原則は、政府の組織内における規制当局の位置付けについて、見解を示していない。しかし、さまざまな状況の中で、独立性に係る予防措置は特に精査しなければならない。規制の責任の割り当て、説明責任とその手続きの枠組み、あるいは独立性実現のため設けられた他の仕組みを検討すべきであるのに加えて、規制当局と政府監督官庁の関係の実際の運用も、検討すべきである。可能であれば、具体的事例の中で、そのような相互関係の効果を検証すべきである。例えば、一部の法域では、規則や政策は、政府の大臣または他の当局の了承を要するかもしれない。また、別の重要な規制案件が、政府の大臣や他の当局との協議または了承を要するかもしれない。さらに、適用される法の遵守について、案件が政府内で審査されることもしばしばある。協議や了承が求められる、または許容される状況は明確であるべきで、そのプロセスは十分に透明であるか、信頼性の保証に関して審査が行われるべきである。

独立性や説明責任は、規制当局が政府に属する、また規制当局の高官が政治任用者（かつて政府に勤めていた政治任用者を含む）であるからといって、必ずしも損なわれるとは限らない。

意思決定に関する基準によっても、プロセスを不適切な政治的干渉から切り離すことができる。例えば、免許の不交付と、関連する意思決定プロセスの両方に明確な基準を欠いたまま、大臣レベルで免許交付に関する決定を覆せることは、独立性を不適切に侵害する。安定的な財源は、外部の措置で資金調達が減らされる可能性があるれば、業務上の独立性が損なわれることから、極めて重要である。評価者は、規制当局の財源がそのアクセス可能性に悪影響を及ぼし得るかどうかに関して、評価対象の法域に質問することもできよう。

資金調達の形態は、規制当局ごとに異なり得るものであり、規制当局が政府予算で資金を調達する場合も含まれる。

²⁸ 例えば、警告を発する書簡は、追加的なプロセスを前提とするものではないだろう。

規制当局に関する原則

この原則は独立性を検定するものであることから、規制当局の業務への不当な干渉を防ぐため、他の政策決定当局に伝達した機微情報を保護できることが、規制の枠組みの一環として盛り込まれるべきである。この防護策はシステムの中に含まれていなければならない。

規制機能の正当な行使として活動する規制当局への十分な法的保護の一例は、規制当局の権限の範囲内で誠実に取った行動について、個人的責任が条件付きで免除されるということだろう。他の取り決めもあり得る。規制機能の正当な行使として活動する規制当局への法的保護の十分性と種類は、評価対象の法域で適用可能な法体系に即して評価されなければならない。

規制対象を含む商業的な利害関係者との公式の協議は、原則 4 で考察するとおり、独立性を妨げない。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 6 (b) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 (b) または 2 (c) のいずれか一方、ならびに問 4、5、6 (b) および 7 (c) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、1 (b) 、2 (a) 、2 (b) と 2 (c) の両方、3、6 (a) 、6 (c) 、7 (a) 、7 (b) 、7 (d) 、8 の 1 つ以上に、肯定的に回答できない。

原則 3	規制当局は、その機能を発揮し権限を行使するために、十分な権限、適切なリソース、能力を有するべきである。
-------------	--

規制当局は、十分な権限、適切なリソース（十分な財源を含む）、平常時と非常時の両方における職務遂行と権限行使の能力を持つべきである。これが実践面で意味することが、本セクションで詳述するテーマとなる。これには、免許、監督、検査、調査、執行が含まれる。また、職務を遂行し権限を行使するため、適切に訓練された適格で熟練した職員を集めて維持する能力やリソース、職員に継続的な訓練を提供できるということも、含まれる。

規制当局は、職員が必要に応じて継続的な訓練を受けるように、確保しなければならない。

規制当局の権限とリソースは、監督する市場の規模、複雑さおよび種類、ならびに原則に含まれる職務を果たす必要性に見合ものであるべきである。評価者は、すべての原則と当該法域の規制プログラムの有効性を評価した後、規制当局の権限、リソース、能力が十分であると結論するだけの実質的根拠があるかどうかを判定すべきである。

この原則は、規制当局の機能の適切な行使やその権限の効果的な行使を確実にするものであり、それは 1) 首尾の良い予防措置（監視、検査、調査）と、2) 信頼性の高い効果的な是正措置（証券法違反に関する発見、抑止、執行、制裁、是正および矯正）を両方達成する上で極めて重要であるということ踏まえれば、この原則は規制当局の任務と関係性を有する。規制当局の適切かつ効果的な職務遂行と権限行使を妨げ、または意義を唱えるような状況は、原則の背景にある目的にとって有害である。こうした点で、この原則は、証券規制の執行のための原則（10－12）や規制に係る協力のための原則（13－15）と整合的であり、逆に、それらは相互に関連しているということを考慮している。

規制当局は、投資家教育に積極的な役割を果たすべきである。投資家教育は、規制当局の役割に対する投資家の理解を深め、個別の投資に伴うリスクを評価する手段や、詐欺（および他の濫用）から自身を守る手段を投資家に提供するだろう。

主要課題²⁹

1. 規制当局は、免許、監督、検査、調査および執行の権限を持つべきである。
2. 規制当局は、権限と責任を果たすための十分な財源を持つべきである。

²⁹ 原則 10、11、13 および 15 の執行および協力に関する主要論点、ならびに発行体、市場仲介者、CIS および流通市場に関連する主要論点も、参照されたい。

規制当局に関する原則

3. リソースの水準は、経験豊富な職員を集めて維持する難しさを認識すべきである。
4. 規制当局は、職員が十分かつ継続的な訓練を積むように確保すべきである。
5. 規制当局は、その使命を十分果たすための政策とガバナンスの慣行を有するべきである。
6. 規制当局は、投資家や他の市場参加者の教育の推進に、積極的な役割を果たすべきである。

主要論点³⁰

1. 法域の市場の性質と、規制当局に与えられた責任を果たすための原則の評価全体を踏まえ、当該規制当局の権限は十分か。
2. 資金調達に関して、
 - (a) 規制当局の資金調達は、規制、監督または監視を受ける職務の規模、複雑さおよび種類を踏まえ、責任を全うできるほど十分か。
 - (b) 規制当局は、いったん手当てされたリソースの運用上の配分に影響力を行使できるか。
3. リソースの水準は、経験豊富な熟練の職員を集めて維持する難しさを認識しているか。
4. 規制当局は、職員が十分な継続的訓練を積むように確保しているか。
5. 規制当局は、効果的な職務遂行や権限行使のための政策やガバナンスの慣行を有しているか。
6. 規制当局は、投資家保護の利益に適う教育の推進に、積極的な役割を果たしているか。

注釈

規制当局に与えられる権限は、規制当局に委ねられた職務に見合うべきである。担当当局が複数ある場合、実施に必要な権限は当局間で分配されているだろう。その与えられた権限は、総合した上で、このメソドロジーで説明された他の原則を実施する能力を提供するに十分であるべきである。評価者は、全体的な評価が完了した後、この原則の審査に臨むことになるだろう。

³⁰ これらの主要論点に対する回答は、他のセクションで論じた権限と整合的であるべきである。

規制当局に関する原則

複雑な市場では、規制の職務の効率的な遂行を保証するのに、技術を要するかもしれない。法域における適切な投資家教育プログラムも、規制当局がその責任を遂行するのを支えるだろう。

規制当局は、権限と資金が十分なことや、特に当局の目的や法律上・規制上の責任を果たすため、権限や資金をどう配置させているか（例えば、規制当局が、実効性、措置の迅速性、カバレッジの水準、優先課題に対応する能力をどう測定しているか）について、評価者に証明する機会を与えられるべきである。

スタッフの離職率は、適格な職員を集めて維持することができない指標になり得る。評価者は、さらに理由を問うべきである。

規制当局はまた、どのような類の投資家教育活動やプログラムが、評価対象の法域内で規制当局によって推進されているのかについて、説明を行うことが歓迎される。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施³¹

問 3 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 (b) 、3、4、5 および 6 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 および 2 (a) の一方または両方に、肯定的に回答できない。

³¹ 広範実施と部分実施に関して、資源の入手性と十分性は、実際は、評価対象法域のガイダンスに従い、完全実施から部分実施までの範囲で評価する必要があるだろう。

原則 4	規制当局は、明確かつ整合的な規制上のプロセスを採用すべきである。
-------------	---

明確で整合的で透明な手続きやプロセスは、基本的な公正さや、規制面の決定を下したり、説明責任を担保する規制措置を取るための枠組みの一環である。しかし、透明性に関する政策は、公正、公平かつ開放的な規制プロセスの目的から、個人の機密保持の権利と、規制当局の執行や監視の必要性の間のバランスを確保しなければならない。

規制当局は権限の行使や職務の遂行の際に、以下の特徴を持つプロセスを採るべきである。

- 整合的な適用であること
- 理解可能であること
- 公衆に対して透明であること
- 公正かつ公平であること

政策の策定にあたって、規制当局は以下の事項を行うべきである。

- 政策の影響を受けうる者を含めた、公衆との協議のプロセスを具備すること。
- 重要な業務の領域において、その政策を公開すること。³²
- 手続きの公正性に関する基準に従うこと。
- 規制を遵守するためのコストを考慮すること。

多くの規制当局は、特に、公表すれば市場参加者やそれらに対して助言を与える者に対して有益な指針になる場合には、調査結果に関する報告書を公表する権限を有する。報告書の公表は、公正なヒアリングや個人情報保護に関する個人の権利と整合的でなければならない。また、案件が現在調査中である際には、しばしば公表が阻まれる。

主要課題

明確かつ公平な手続き、整合的な適用

1. 規制当局は権限行使や職務遂行の際に、以下の特徴を持つプロセスを採るべきである。

³² 一部の業務領域や一部の事例、特に監視や執行の領域では、協議と開示が政策の効果的实施を損ないかねないため、不要または不適切だろう。

規制当局に関する原則

- (a) 整合的な適用であること
 - (b) 理解可能であること
 - (c) 公衆にに対して透明であること
 - (d) 公正かつ公平であること
2. 政策の策定にあたって、執行や監視に懸念がある場合³³、規制当局は以下の事項をを行うべきである。
- (a) 政策の影響を受けうる人々を含めた、公衆との協議プロセスを具備する。
 - (b) 重要な業務の領域において、その政策を公開する³⁴
 - (c) 規制を遵守するためのコストを考慮する。
3. 規制当局は、公正な手続きに関する基準に従うべきである。

透明性と機密保持

4. 調査結果に関する報告書の発表など、透明性の慣行は、可能であれば、公正なヒアリングや個人情報保護に関する個人の権利と整合的であるべきである。案件が現在調査中である際には、しばしば公表が阻まれる。

主要論点

明確かつ公平な手続き

1. 規制当局は、合理的な手続き上の規則や規制に服するか。
2. 規制当局は、
- (a) パブリックコメントを受け付けるための規則案の公開、公開草案の回付、諮問委員会の起用、非公式の接触など、政策の影響を受けうる人々を含め、公衆、または公衆の一部との協議を行うプロセスを備えているか。
 - (b) 規制上の措置の解釈、基準の設定、規制上の措置の理由を述べた見解の発表などを通じて、重要な業務分野における政策（執行や監視に関する政策は含まない）を公開または説明しているか。
 - (c) 規則や政策の変更と変更の理由を公開しているか。

³³ 一部の業務分野や一部の事例、特に監視や執行の分野では、協議や開示は、政策の効果的实施を損ないかねないため、不必要または不適切となろう。

³⁴ 発行体、CIS、市場仲介者、流通市場に関する政策。

規制当局に関する原則

- (d) 政策策定にあたって、規制を遵守するコストを考慮しているか。
 - (e) あらゆる規則や規制を公衆が入手できるようにしているか。³⁵
 - (f) 規則策定の手続きを公衆が容易に入手できるようにしているか。³⁶
3. 手続面の公正さの評価に際し、
- (a) 手続面の公正さを確保することを意図した、規制当局を対象とする規則が設けられているか。
 - (b) 規制当局は、他者の権利や利益に影響する決定について、理由を書面で提供するように義務づけられているか。³⁷
 - (c) 規則適用するための重要な規制当局の行動はすべて、審査を受けているか。
 - (d) そのような決定は、法人や自然人に不利な影響を与えるときには、司法審査に付されるか。
 - (e) 免許の交付、却下、取消に関する一般的な基準は公開されているか。免許のプロセスにより影響を受ける者は、規制当局が下す免許の交付、却下、取消の決定について、審理を受ける権利が与えられているか。

透明性と機密保持

4. 該当する場合には、調査報告書を公開する手続きは、機密保持や情報保護等の個人の権利と整合的であるか。

整合的な適用

5. 規制当局の権限行使や職務遂行は、整合的に適用されているか。

注釈

評価者は、行政の構造を司る具体的な法、規則または手続きがあるかどうか、および、規則が明確で、使いやすく、透明かどうかを立証すべきである。こうした規則は、手続きが整合的に適用され、理解しやすく、公衆にとって透明で、公正かつ公平であることを確保する支えとなるだろう。

³⁵ 例えば、ウェブサイト上や容易に入手できる報告書において。原則 1 も参照されたい。

³⁶ 原則 2。

³⁷ 規制当局は、その際に書面による手続きを設けていれば、理由の交付を法律で義務づけられなくてもよい。

規制当局に関する原則

一部の業務分野や一部の事例、特に監視や執行の分野では、協議や開示が規制政策の効果的实施を損ないかねないため、不必要または不適切だろう。

規制上の措置には、さまざまなレベル、手続き、さまざまな種類に対する審査が存在するだろう。例えば、規則の策定は、免許交付や執行に関する措置と異なる審査手続きを課せられるかもしれない。審査手続きが透明で公平に適用される場合、原則には反しない。³⁸

効果的な協議プロセスは、規制の影響を考慮したり、規制を遵守するコストを考慮する必要性に反応しやすいかもしれない。規制当局は、総じてリソースの利用を評価できるようにすべきである。規制当局は、規制政策の枠組みを定める際に遵守コストを考慮したと判定されるようにするために、特定の費用便益分析の実施を求められるわけではない。

影響を受ける当事者との面会や他の文書化については、手続きが実際に整合的に適用され、公正かつ公平で、市場が公正な競争慣行に開かれているかどうかを確認する必要があるだろう。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。³⁹

概ね実施

問 2 (d) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 (b) 、 2 (d) 、 2 (f) および 5 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1、 2 (a) 、 2 (c) 、 2 (e) 、 3 (a) 、 3 (b) 、 3 (c) 、 3 (d) 、 3 (e) または 4 の 1 つ以上に、肯定的に回答できない。

³⁸ 原則 2、主要論点 7、上記を参照されたい。

³⁹ 原則 2。報告書を公開する権限がない場合、機密性を守る必要はないだろう。

原則 5 規制当局の職員⁴⁰ は、機密保持に関する適切な基準などの、高度な職業上の基準を遵守すべきである。

この原則は、信頼性と、規制当局およびその側隠の信頼性を達成し実証する手段を指す。最も高度な職業上の基準のみが、規制の目的を果たす上で適切である。

主要課題

1. 規制当局の職員は、最も高度な職業上の基準を遵守し、以下を含む行動上の問題で、明確な指導を受けるべきである。
 - (a) 利益相反の回避（職員が証券を取引できる条件を含む）
 - (b) 権限行使や職務遂行の過程で入手した情報の適切な活用
 - (c) 機密保持・守秘規定および個人情報保護の正しい遵守
 - (d) 公正な手続きの遵守
2. 職業上の信頼性の基準を満たさなければ、制裁を課せられるべきである。

主要論点

1. 規制当局の職員は、以下に関して、法定の要件または「行動規範」または書面による指針を遵守するように義務づけられているか。
 - (a) 利益相反の回避
 - (b) 規制当局の管轄に服する証券の保有もしくは取引の制限、財務上の問題または利害関係の開示義務
 - (c) 権限行使や職務遂行の過程で入手した情報の適切な活用
 - (d) 機密保持・守秘規定および個人情報保護の遵守
 - (e) 職員の職務遂行時の公正な手続きの遵守
2. 以下のものは存在するか
 - (a) 上記基準に違反があったとの申立を調査し、解決するプロセス
 - (b) 基準に従わないときの法的または行政的な制裁

⁴⁰ 原則 2 および 4 に従うためには、原則 5 も、規制当局の長やその構成員に適用されると見なすべきである。

注釈

主要論点は、高度な職業上の基準に関連した義務への対処を意図している。評価者は、具体的な手続きと、個別事例にどのように用いられたかに関する文書を入手すべきである。評価者はまた、機密保持策や利益相反を避ける取り決めの文書にも着目すべきである⁴¹。例えば、利益相反に関する指針はとりわけ、外部からの雇用や他の職責の保有を取り扱うべきである。

取引の制限は、例えば、取引の事前承認や一定限度を超える取引の制限があり得る。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 1 (a) および 1 (b) に基づく事項で、監視が現在行われていないであろうものを除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。.

一部実施

問 1 (a) から (e) までに关するものを除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要するが、問 1 (a) および 1 (b) に基づき現在監視されていないものを含め、手続きの遵守に軽微な不足があり得る。

不実施

一部実施に基づき許容される完全遵守からの乖離を条件として、問 1 (a) 、1 (b) 、1 (c) 、1 (d) または 1 (e) の 1 つ以上に肯定的に回答できない、または、問 2 (a) または 2 (b) のいずれか一方に肯定的に回答できない。

⁴¹ 原則 4。

原則 6	規制当局は、その権限に応じて適切に、システミックリスクの監視・低減・管理に向けたプロセスを有するか、またはそれに貢献すべきである。
-------------	---

目的

システミックリスクとは、事象、行動、または一連の事象もしくは行動が、金融システムひいては経済全体に広く悪影響を及ぼす可能性をいう。証券規制当局がシステミックリスクを懸念するのは、多数の投資家や市場参加者が打撃を受ける恐れがあるだけでなく、金融市場や経済に広く悪影響を与えかねないからである。

システミックリスクの削減は、証券規制の主たる目的の 1 つである。原則 6 は、証券規制当局が、システミックリスクの監視、緩和、管理において、特有の重要な役割を担うことを認識するものである。システミックリスクは、突然の壊滅的事象にとどまらない。市場の信頼の段階的崩壊の形を取ることもあり得る。証券規制の他の原則の実施は、市場の信頼に対するリスクの緩和において重要である。特に、強力な投資家保護に関する基準、積極的な執行、広範な開示義務がもたらす透明性、堅固な紛争解決制度などの要素は、規制当局がいかにして、市場の信頼の段階的な崩壊のリスクを緩和し、管理できるかにおける極めて重要な構成要素である。

金融の安定の推進は、金融部門の各規制当局が責任を共有している。証券規制当局、健全性規制当局、中央銀行はすべて重要な役割を担い、自由に使えるさまざまな手段を揃えている。特定されたリスクの本質により、もっぱらリスクの対処に効果の高い対策が決まる。証券規制当局がシステミックリスクの削減に利用できる手段は一般に、強力な投資家保護に関する基準、執行・開示・透明性の義務、業務規制、市場仲介者向けの紛争解決制度から成る。本原則は、一定の形のシステミックリスクに対処する際、証券規制当局が適切な手段を持たないかもしれないということを明確に認識しており、それゆえ他の規制当局との協力が重要になる。

効果的な証券規制は、市場の健全性、金融の安定、投資家保護の維持がもとになる。このアプローチは、市場が相互に結びついたネットワークで成立しており、1 人以上の市場参加者の行動が、全体に波及効果を及ぼし得ることを認識している。金融システムの一角で生じたシステミックリスクは、市場や経済を通じて、金融システムの他の部分に拡散するかもしれない。したがって証券規制当局は、市場参加者、市場、市場インフラの相互関連を理解するため、他の規制当局と協力する必要がある。

規制当局に関する原則

証券市場は、急速な変化と金融技術革新が特徴である。技術革新は、市場の機能を高め、投資家の選択の幅を広げる可能性がある場合に、奨励・促進されるべきである。しかし、技術革新が必ずしも恩恵をもたらすとはいえず、特に難解さにつながったり、貧弱なリスク管理を伴うときがそうである。規制当局は、新たに発展しつつある商品、ビジネスモデルおよび参加者、ならびに、それらが金融システム全体に与える潜在的リスクを認識すべきである。規制当局は、金融技術革新に付随する潜在的リスクの理解と、投資家保護を保ちながら有用な技術革新を許容するアプローチの策定に努める必要がある。

証券規制当局は、証券市場内部から生じるシステミックリスクに関連した重要なリスク尺度の策定に目を向け、リスクを緩和する明確なステップの理解と適用を向上させるべきである。証券規制当局は、他の監督当局が行った作業を活用できるかもしれないが、定性データと定量データを用いて自前のリスク指標を策定するのが重要である。そのような指標は策定されつつあり、時間が経つにつれて発展する。

主要課題

1. 規制当局は、システミックリスクの監視、緩和、適切な管理のため、分野横断的とも言える規制プロセスを有し、それに寄与すべきである。プロセスは、市場の複雑さに応じて異なり得る。
2. 金融システム全体における市場の中心的役割や、市場にはリスクを生み出す、また伝播させる力があることを踏まえ、証券規制当局は、証券市場の経済、脆弱性、より広範な金融部門や実体経済との相互関連の全体的な理解を高めるため、他の監督当局と協力すべきである。
3. 規制当局は、システミックリスクに対し、効果的な規制面の対応を実行する必須の要素として、情報や知識の共有を可能にするシステムやプロセスを保有または構築すべきである。

主要論点

1. 規制当局は、使命と権限に見合った規制当局の市場の複雑さに従い、システミックリスクを監視、緩和および適切に管理する規制プロセス（証券市場に的を絞っていることも、分野横断的なこともあり得る）を有しているまたは寄与しているか。
2. 規制当局は、システミックリスクに関連したリスクの尺度と分析について、専門知識を培っているか。培っていない場合、規制当局は、他の規制当局が発展させたリスクの尺度と分析を検討し、適用できるか。
3. システミックリスク削減の取り組みに関して、規制当局とシステム安定に責任を負う他の国内規制当局との間で、意思疎通や情報共有はあるか。

注釈

開示や透明性は、システミックリスクの台頭を特定・理解し、適切な措置を取るのに必要な情報を規制当局に与える上で極めて重要である。市場や商品の透明性は、市場参加者がリスクをより良く値踏みできるようにするためにも、極めて重要である。規制当局は、市場レベルの透明性だけでなく、商品や市場参加者レベルの十分な開示の推進にも、特に責任と関心を持つ。

規制当局はまた、市場仲介者の組織要件、業務規制、紛争解決制度を定めるのに、特に責任を負う。これらは、システミックリスクの緩和と管理の重要な要素である。組織要件や業務の厳格な監視は、金融システム内の重要なリスク発生源になり得る望ましくないインセンティブ構造の台頭を管理する上で、不可欠である。

システミックリスクの緩和はまた、規制当局のより広い使命に照らして考える必要がある。他のいくつかの原則も、システミックリスクを特定、緩和、管理する規制当局の取り組みに寄与する。その中には特に、規制の境界線に関する原則（原則 7）、利益相反（原則 8）、他の規制当局との協力および情報共有（原則 13–15）、信用格付機関の監督（原則 22）、ヘッジファンド・ヘッジファンド管理者およびアドバイザーの監督（原則 28）、市場仲介者の破綻処理手続き（原則 32）、清算・決済の監督義務（原則 38）が含まれる。

主要論点 1 を評価する際、評価者は、規制の範囲内の主体がもたらすシステミックリスクに関して（例えば、関連する証券市場で、それ自体がシステムの重要な市場仲介者、ヘッジファンドまたは中央清算機関に関して）、規制当局が規制プロセス（証券市場に的を絞っていることも、分野横断的なこともあり得る）を有する、またはそれに寄与しているかどうかを検討すべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 2 と問 3 のいずれか一方に肯定的に回答できない。

一部実施

問 2 と問 3 の両方に肯定的に回答できない。

不実施

問 1 に肯定的に回答できない。

原則 7 規制当局は、規制の境界線を定期的に見直すためのプロセスを有するか、またはそれに貢献すべきである。

目的

規制の境界線の定期的な見直しは、投資家保護、公正・効率的・透明な市場、システミックリスクの削減を支える規制の枠組みを促進する。

市場の構造やそれを支える法体系によっては、すべての市場活動や市場参加者を直接の規制や監視の対象にしなくてもよいだろう。特定の商品、市場、市場参加者または活動を規制するかどうかの決定は最終的に、各法域の関連当局が、当該法域の個別事情の評価（規制当局が寄与すべき）をもとに下す政策判断である。だからこそ規制当局は、現行の規制の要件や枠組みが、投資家保護、公正・効率的・透明な市場、さらにはシステミックリスクの削減に向かってもたらされるリスクに十分対応しているかどうかを、定期的に見直すプロセスを有し、またはそれに寄与すべきである。

規制の境界線の定期的な見直しは、新たな市場の動向を踏まえ、既存の規制の有効性や、その修正ないし新たな規制導入の必要性も検討するだろう。特にこの見直しは、金融部門全体にわたる規制の強度の変化から生じた規制逃れのリスクに対処する必要がある。

主要課題

1. 規制当局は以下を行うべきである。
 - (a) 投資家保護ならびに市場の公正性、効率性および透明性に対する潜在的风险、または金融システムに対する他のリスクを特定し、評価するため、商品、市場、市場参加者および活動の定期的な見直しに、独自のプロセスを導入するもしくは適応させる、または他の規制当局および政府の政策立案者とともに、プロセスに参加する。
 - (b) 上記リスクの特定と評価を進めるため、規制の境界線を定期的に見直す。
2. 見直しには、以下についての検討が含まれるべきである。
 - (a) 商品、市場、市場参加者および活動の動向が、証券規制の範囲に影響を及ぼすかどうか。
 - (b) 既存の法的または裁量的な例外の根底にある政策アプローチが、引き続き妥当かどうか。

規制当局に関する原則

3. このプロセスは、規制当局の従来の権限、業務構造、規制が、新興のリスクに十分対応するかどうかを判定するのに、焦点を当てるべきである。
4. このプロセスはまた、特定された新興のリスクへの対応として、従来の規制の境界線に適時変更が加えられるのを考慮すべきである。このような必要な変更には、規制当局が法改正を求めることも含まれ得る。

主要論点

1. 規制当局は、商品、市場、市場参加者および活動が投資家保護、公正・効率的・透明な市場、システミックリスクの削減に与えるリスクに対し、規制の要件や枠組みが十分対応するかどうかを特定および評価するため、または金融システムに対する他のリスクを特定し、評価するため、何らかのプロセスを有するまたは参加しているか。
2. 規制当局は、状況変化の証拠を示された場合、商品、市場、主体、市場参加者または活動について、過去の規制政策上の決定（特に、例外に関する決定）を見直し、適宜措置を講じるプロセスを有しているか。
3. 規制当局は、投資家保護と公正・効率的・透明な市場を促進し、システミックリスクを削減するため、規制逃れの可能性を含む無規制の商品、市場、市場参加者および活動を見直すプロセス（他の金融システム監督当局および規制当局と適宜合同で）に参加しているか。
4. 規制当局は、法改正または他の変更を要する規制の弱点や投資家保護、市場の公正性・効率性・透明性へのリスクを特定したとき、法改正または他の変更を求めているか。

注釈

評価者は、各規制当局が規制の境界線の見直しに独自のプロセスを持ち得ることを認識すべきであり、規制の権限を尊重すべきである。

プロセスの例には、次のものが含まれ得る。

- 組織内における、リスク、規制の空白、相反を特定するチーム、グループまたは部署
- 規制当局が、情報を共有し、規制の境界線を話し合う公式または非公式の金融規制当局グループに参加する可能性もある
- 危機対応時または定期的に、リスクを特定・評価する専門家グループ
- 規制の境界線を調査または評価する他の公式・非公式の手段

規制当局に関する原則

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 4 を除くすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 および 4 を除くすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 または 3 に肯定的に回答できない。

原則 8	規制当局は、利益相反やインセンティブの不整合が回避・排除・開示されるなど、管理されることを確保するよう努めるべきである。
-------------	---

目的

証券規制当局が繰り返し懸念するのは、エコノミストが「エージェンシー問題」と呼ぶものに関係する。そこでは、他者のため行動するように委託された市場参加者が、地位、権限または情報を自己の利益の追求に用いる。

このような利益相反やインセンティブの不整合は、多くの金融市場に共通の問題で、証券規制の焦点になることも多い。それらは企業の報酬プログラムなど、さまざまな理由から生じる。利益相反や不整合が証券規制の焦点となるべきで、実際にそうになっているのは、投資家保護や公正・効率的・透明な市場の運営を損なったり、システミックリスクを呈する可能性があるからである。このように利益相反に焦点を当てているのは、いくつかの原則（5、9、22、23、24、28、29 および 31）が利益相反に触れていることにも反映されている。

この原則は、証券規制当局が利益相反やインセンティブの不整合に対処する際に、担うべき役割を明示した包括的原則である。市場参加者の利益と、増進を委託した者の利益が対抗する利益相反が存在し得る場合、規制当局は、相反の存在する程度を特定および評価し、利益相反の回避、解消、開示または他の形で管理を確保するため、規制が必要になり得る程度を判定すべきである。

この原則はまた、金融商品を市場で売り出すのに携わる者のインセンティブや利益が、投資家の利益と整合しない場合に、証券規制当局が担うべき役割を明示している。

これが特に問題になるのは、1 つの金融商品の設計、作成、販売を異なる企業が担当する場合（資産担保証券や他の複雑な金融商品が該当）である。金融商品を市場で販売する各企業が、利益相反を回避、解消、開示または他の形で管理し、義務を果たしている場合でも、最終需要者や投資家の最大の利益にならない形で行動するように、直接の取引相手や顧客のインセンティブが存在するかもしれない。このような状況にある企業は、最終需要者や投資家への義務を負わないかもしれないが、取っている行動が最終需要者や投資家の利益になるとは限らない。

2008 年の世界的な金融危機以前の資産担保証券の設計、作成、販売は、「インセンティブの整合の欠如」すなわち「インセンティブの不整合」⁴² の一例である。この時期のオリジネーター、スポンサー、発行体、引受業者は、契約上の義務を履行し、取引する顧客や取引相手との直接的な利益相反は管理していたが、証券の担保資産のプールに適切な水準のデューディリジェンスを行ったり、頑健な引き受け基

⁴² *Unregulated Financial Markets and Products*、最終報告書、IOSCO 専門委員会報告、2009 年 9 月、15 - 21 ページ、入手先は次のとおり。
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>.

規制当局に関する原則

準を用いる追加的インセンティブはなかった。オリジネーターやブローカーは、短期のインセンティブ報酬構造に心動かされて、商品のより長期的なパフォーマンスを適正に考慮しないまま、資産の証券化に注目したかもしれない⁴³。資産の質が劣化し、最終投資家にとってはリターンの低下（および損失）につながった。

主要課題

1. 規制当局は、規制対象主体に関する潜在的および現実の利益相反、ならびに発行体および分析・評価サービスを提供する規制対象主体（投資家や証券市場内の他のサービス利用者に提供）のインセンティブの不整合について、特定および評価すべきである。
2. 規制当局は、規制対象主体間の利益相反やインセンティブの不整合が回避、解消、開示または他の形で管理されるように、措置を講じるべきである。潜在的または現実の利益相反やインセンティブの不整合の開示は、投資家、サービス・商品の他の利用者に対して行われるべき、または彼らにとって利用しやすくすべきである。

主要論点

1. 規制当局は、規制対象主体に関する潜在的および現実の利益相反ならびに発行体および規制対象主体のインセンティブの不整合を特定し、評価する趣旨のプロセスを設けているか。
2. 規制当局が規制対象主体間の重要な利益相反やインセンティブの不整合を特定した場合、その利益相反やインセンティブの不整合を回避、解消、開示または他の形で管理する措置を講じているか。
3. 規制当局が利益相反やインセンティブの不整合の開示を求める場合、開示は、投資家、サービス・商品の利用者が利用しやすい形で命じられるか。

注釈

規制対象主体間の個別の利益相反に対処するため、どの規制措置を用いるかの決定（例えば、禁止、開示、情報障壁の活用など）は必然的に、法体系、市場構造、規制に関する哲学を反映した政策決定を伴う。評価の観点からの重要な問題は、市場内の利益相反が投資家保護、市場の公正性・効率性・透明性に影響を与え得る、あるいはシステミックリスクをもたらし得る中で、規制当局が監視するプロセスである。

⁴³ 同書、16 ページ、段落 52 および 53。

規制当局に関する原則

過去の金融危機で共通して目立った利益相反やインセンティブの不整合の例には、次のようなものがある。

- 金融機関がローンの質を評価するため雇ったモーゲージブローカーが、処理した申請の数や規模に基づいて報酬を受けていた（ローン申請の質を過大評価するインセンティブが発生）。
- 発行体、アレンジャー、投資家が、公然とまたは幅広く雇った信用格付機関が、当該発行体、アレンジャーまたは投資家が持分を持つ証券の意見を述べる（それゆえ、信用格付機関に報酬を払う意欲は、格付が当該発行体、アレンジャーまたは投資家の利益に適うかどうかに基づく）。
- 監査法人の意見が、監査依頼者への非監査サービスの提供に左右される。

あらゆる主体が証券規制当局の規制を受けるわけではなく、上記の例は、他の原則で言及されない限り、全規制当局が対処を図るべき利益相反やインセンティブの不整合だと読むべきではない。例えば、モーゲージブローカーは、銀行規制に従うことが多い。

2008 年金融危機で目立った領域の利益相反について、規制当局が特定し、評価し、対策を講じるアプローチの例には、次のものが含まれるかもしれない。

- オリジネーター、スポンサー、当初の貸し手、証券化商品の発行体に、リスク保有義務を課す。
- 発行体が雇用したまたは発行体の代理を務めるサービス提供者について、サービス提供者の意見が投資家の証券化商品取得の判断を左右する可能性があるときは、独立を義務づける。

不整合にどう対処し得るかの一例は、資産担保証券の発行に関連している。法域は、証券発行で雇われた規制対象主体に対し、資産プールのパフォーマンスに関する情報開示を義務づけたり、オリジネーター、スポンサー、貸出銀行、発行体にリスク保有義務を課すなど、インセンティブの整合を図る義務の履行を求めることができよう。評価者はこの状況で、規制当局が義務の履行を監視しているかどうかを検討できるかもしれない。

上記の例は説明だけが目的で、個別の利益相反やインセンティブの不整合に対処する際に、こうしたアプローチが求められている、あるいは望まれていることを暗示する趣旨ではない。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

規制当局に関する原則

問 3 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

この原則に「一部実施」の区分はない。

不実施

問 1 または 2 に肯定的に回答できない。

B. 自主規制に関する原則

1. 前文

自主規制機関（SROs）は、証券規制の目的を達成する上で、規制当局を補完する貴重な存在になり得る⁴⁴。

自主規制にはさまざまなモデルがあり、自主規制が用いられる程度も多種多様である。大半の法域の SRO に共通する特徴は、規制当局から切り離されていることと（ただし政府の監督や認可は総じて存在）、企業、産業界、さらには投資家も適宜、SRO の業務に参加する点である。

自主規制には相当な利点が生じ得る。

- SRO は、政府の規制にとどまらず、倫理規程や業務規程を遵守する必要があるだろう。
- SRO は、政府の規制当局よりも広く情報提出を強制する力を持つだろう。
- SRO は、市場の業務や実務に関して、かなりの視野の広さと専門知識を提供し、市場環境の変化には、政府当局よりも素早く、柔軟に対応できるだろう。
- SRO は、自らの、および国の規制当局の規制機能を行う技術インフラを構築・維持していることが多く、このインフラは納税者ではなく、規制対象者が資金を全額負担する。

SRO は規制責任を担うべきであり、最も効率良く遂行できるだけの専門知識を有する。SRO の活動は、準拠する契約や規則によって制限されることが多い。

2. 範囲

自主規制は、SRO の管轄に服する者（法人と自然人）についての取引規則、業務規程、資格制度を創出、修正、施行、強制し、仲裁などの適切な紛争解決制度を通じて争いを解決する権限を包含する。この権限は、法律で定められた非政府主体への権限委任や、規制当局の許可または認可を経た SRO と会員の契約を通じて、発生するだろう。一部の法域では、SRO が上記の機能を全部担うことはできない。

組織が規制の権限や責任を与えられ、組織の規則が証券市場や業界の一部に関して有意な認可を受ける場合、組織は SRO に分類される（かつ、原則 9 に基づく評価を受ける）べきである。

⁴⁴ 以下を全体的に参照されたい。Model for Effective Self-Regulation、IOSCO の SRO 諮問委員会報告書、2000 年 5 月、入手先は次のとおり。
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>.

3. 原則9

原則 9 規制のシステムが、権限の及ぶ分野に対して一定の直接的な監督責任を果たす自主規制機関を利用する場合には、当該自主規制機関は、規制当局の監督に服し、権限や委任された責務を行使する際には、公正性と機密性の基準を遵守すべきである。

原則は、適切に規制された SRO が担い得る価値を認識し、適切な権限付与と SRO の監督に関する一般的勧告を示している。半面、SRO の活用は、裁量的な政策選択肢で、法域に SRO がいないことが評価に影響するべきではない。

SRO の「適切な活用」とは、以下に関連する。

1. SRO が関連する準拠法や規制の目的を遂行する能力。SRO が規則を定めて施行することや、SRO の規制権限付与要件や監督プログラムに反映されるとおりに、会員や関係者がこれらの法、規制、規則を遵守するのを監視および執行することを含む。
2. 規制当局の監督の十分性。
3. 変化する市場環境の中で生じる問題に対処する際、SRO の専門知識、市場との距離の近さ、柔軟性を活用することで、規制のリソースが増えること。
4. 自主規制活動に本質的に伴う利益相反を効果的に管理するため、十分なコーポレート・ガバナンスの基準。

延長線上にある SRO の「不適切な活用」には、無権限の主体によるもしくは規制の監督を受けない SRO の職務遂行、権限付与の基準を満たす十分な能力を示さない民間機関の指定、SRO 職務の委任もしくは執行、疑似政府権限の濫用の証拠、または自主規制の不十分な職務遂行が挙げられるかもしれない。

規制当局は、SRO が適切な基準を達成してから権限行使の許可を受けるように、義務づけるべきである。その基準は特に、以下を行えることを盛り込まなければならない。

- 詐欺的および相場操縦的な慣行を禁じる規則の制定
- 遵守を監視する組織と能力を維持し、規則（特に、除名、資格停止、活動・機能・業務の制限、罰金、譴責および資格停止または禁止）を執行する規範的な仕組みを設けること。

SRO の監督は継続的に行うべきである。

さらに、SRO が稼働したら、規制当局は、権限行使が公益に適い、投資家を保護し、準拠する証券法、規制、適切な SRO 規則が公正・効果的・整合的に執行されるように確保すべきである。

SRO の有効性は、利益相反で損なわれる恐れがある。規制当局は、利益相反が生じ得る可能性を監視し、対処すべきである。規制当局は、SRO が市場参加者の貴重な情報にアクセスできることから（市場参加者が SRO の会員かどうかに関係なく）、利益相反が起こらないように確実に期さなければならない。利益相反が生じているリスクは、SRO（例えば証券取引所）が会員の監督と市場部門の規制の両方に責任を負っているときに、重大になり得る⁴⁵。

自主規制活用 の程度に関係なく、規制当局は、投資家や市場に影響する事案の調査権限を保持すべきである。個別の不正行為に対して調査および対処する SRO の権限が不十分な場合、または利益相反により必然性がある場合、規制当局は SRO から調査の責任を引き取るべきである。それゆえ、SRO が規制当局に提供する情報により、こうした事案が早い段階を特定できるように確保することが重要である。

SRO は、機密保持や公正手続きなどの事項について、規制当局に期待されるのと同様の職業的行動基準に従うべきである⁴⁶。

この原則を評価する際、評価者は、SRO の権限と監視の水準が、職務や責任に見合うかどうかを検討すべきである。SRO のプロセスは、規制当局と同様に公正かつ整合的であるべきで、その決定は規制面の審査にかけられるべきであり、機密保持、データ保護、スタッフの職業的行動責任は、規制当局に期待されるのと同様にすべきである。規制当局は、どの SRO も効果的に監視する完全な権限を持つべきである。

主要課題

1. 自主規制を用いる場合、SRO は規制当局の適切な監督に服するべきである。

権限付与

2. 権限付与の条件として、法律または規制当局は、SRO が以下を行うことを証明するように義務づけるべきである。
 - (a) 準拠法、規制、SRO 規則の目的を遂行し、これらの法、規制、規則に従って会員や関係者の遵守を強制する能力を持つ。
 - (b) SRO の全会員や会員申請者を公正かつ整合的な形で扱う。
 - (c) 会員の行動基準を定め、投資家保護や市場の健全性を促進する趣旨の規則を策定する。

⁴⁵ *Principles of Effective Market Oversight*, Council of Securities Regulators of the Americas, 1995 年 5 月、入手先は次のとおり。<http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/inter.asp> ; *Issues Paper on Exchange Demutualization*、IOSCO 専門委員会報告書、2001 年 6 月、入手先は次のとおり。<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>.

⁴⁶ SRO は一般に非政府機関で、政府機関に適用されるのと同じ基準を必ずしも課せられるわけではない。

自主規制に関する原則

- (d) 規制当局が適切と判断するとき、規則を審査、承認してもらうため、規制当局に提出し、SRO 規則が規制当局の定める公共政策指令と整合するように確保する。
 - (e) 準拠法・規制の調査と執行で、規制当局や他の SRO と協力する。
3. SRO は以下を備えるべきである。
- (a) 規制当局からの法定の委任または他の正式な承認、および
 - (b) 当該 SRO と規制当局の協力を確保するため、MOU または他の取り決めを整える。
4. 独自の規則を執行し、不遵守は適切に処罰される。
5. また、以下を行うべきである。
- (a) 理事の選任や業務の管理で、公正に会員を代表することを保証する。
 - (b) 反競争的状况を作り出しかねない規則を避ける。
 - (c) 市場参加者が市場で不公正に優位を得られるような監督の役割の使い方を避ける。

監督

6. 監督に際して、以下を継続的に確保すべきである。
- (a) SRO が継続的に、権限付与の条件を満たす。
 - (b) 政府規制当局は、投資家や市場に影響する事案の調査権限を保持する。
 - (c) 不正行為の疑いを調査するもしくは他の形で対処する上で、SRO の権限が不十分な場合、または SRO が適切に管理できない利益相反を抱える場合、SRO ではなく、規制当局が必要な調査を行う。
 - (d) SRO は、規制面の介入を要する事案を早い段階で特定できるように、規制当局に情報を提供する。

職業的基準

7. SRO は、会員に適用され、規制当局のものに準ずるスタッフの機密保持に関する基準や、公正手続きに関する基準を導入すべきである。

利益相反

8. SRO は、潜在的な利益相反に対処する手続きを備えるべきである。

主要論点

SRO の職務の遂行

1. 次のような組織はあるか。
 - (a) 個人や企業が重要な証券業務に参加するため満たさなければならない適格性の規則を定めている。
 - (b) 証券業務に携わる個人・企業の売買、業務、資格について、拘束力ある規則を定め、執行する。
 - (c) SRO が規則の不遵守を適切に処罰できるように、規範的規則、業務規範手続きを定める。

監督を条件とする権限付与または委任

2. 権限付与の条件として、規制当局は SRO に対し、以下を証明するように義務づけているか⁴⁷。
 - (a) 準拠法、規制および SRO 規則の目的を遂行し、法、規制および規則に服する会員および関係者に遵守を強制する能力がある。
 - (b) SRO の全会員、会員申請者、似た状況の市場参加者を、公正かつ整合的なで規則に従って処遇する。
 - (c) 会員用の基準を定め、投資家保護を促進する趣旨の規則を策定する。
 - (d) 規制当局が適切と判断するとき、規則を審査・承認してもらうため、規則および修正を規制当局に提出し、SRO 規則が規制当局の定める公共政策指令と整合するように確保する。
 - (e) 準拠する法、規制および規則を調査し、執行するため、規制当局や他の国内 SRO と協力する。
3. SRO は次のことを行っているか。
 - (a) 規制当局から、法定の委任または他の形で正規の承認を受けること。
 - (b) 規制当局との協力を確保するため、MOU または他の取り決めを設けていること。
 - (c) 執行され、不遵守が適切に処罰される独自の規則を持つこと。
 - (d) 該当する場合、例えば相互団体が、理事会の選任や業務の管理で会員の公正な代表を担保すること。

⁴⁷ 新たに稼働する SRO の場合、申請団体は権限付与の条件を満たすプログラムと手続きを有していることを示すべきであり、プログラムや手続きの継続的かつ効果的な執行が、権限付与の条件として検討されるべきである。

自主規制に関する原則

- (e) 注釈に明記したとおり、反競争的状况を生み出しかねない規則を取らないこと。
- (f) 市場参加者が市場で不公正に優位を得られるような監督の役割の使い方を避けること。

監督

- 4. 規制当局は次のことを行っているか。
 - (a) SRO の効果的かつ継続的な監督プログラムを施行していること。それには以下が含まれよう。
 - (i) SRO の調査
 - (ii) 定期的な見直し
 - (iii) 報告義務
 - (iv) 手段や規則を統括する SRO の審査と取消
 - (v) 権限付与または委任の条件の遵守持続の監視
 - (b) 投資家や市場に影響する事案に対し、十分な調査権限を保持すること。
 - (c) 特定の不正行為または不正行為の疑いを調査または対処する際、SRO の権限が不十分なとき、または利益相反により必然性がある場合、SRO の責任を引き取るまたは支援すること。

規制当局に期待されるのと同様の職業的基準

- 5. 規制当局、法または他の準拠する規制は、以下について、規制当局に期待されるのと同様の職業的基準に従うように、SRO に義務づけているか。
 - (a) 機密保持および公正手続きに関する
 - (b) SRO が権限の行使および責任の履行の過程で得た情報の適切な活用

利益相反

- 6. 規制当局、法および他の準拠する規制は、SRO の潜在的な利益相反が回避または適切に管理されるように確保しているか。

注釈

適切に監督された SRO の活用は、金融市場の中で規制面のリソースを拡大する可能性がある⁴⁸。

規制面の監督の水準や程度、必要な権限や保護の種類は、自主規制機関の構造に左右され得る。例えば、利潤追求、株式会社化した市場では、利益相反や自主規制資源の適切な活用に対する懸念が大きくなるだろう。また一部の市場では、一定のごく限られた機能が自主規制機関に委任され、他は委任されない。評価者はこの場合、ベンチマークを賢く適用しなければならず、遂行している職務の監視のみ要求し、SRO が遂行しない権限や属性を試さないようにする。例えば、取引所が一部の SRO 機能を果たすが、他の部分は果たしておらず、SRO として具体的に指定されていない場合、取引所が原則 33 に基づいて認可されていたとしても、これらの機能は原則 9 に照らして試すべきである。この場合の原則 33 と原則 9 の評価は、整合すべきである。また、かかる機能が SRO に委任されている場合、SRO の規制職務遂行の十分性を試す他の関連原則も参照されよう。

反競争的状況については、SRO へのアクセスを管理するときや、同様の状況の市場参加者に対して公正でないまたは平等でない形で、SRO の規則および手続きの執行、公布、解釈に関する行動を取る際に、SRO が排他的、不公正、または不公平な行動をする状況があり得る。とりわけ、規制面の監督は、市場へのアクセスを不当に妨げたり、市場や健全性の問題の監督と関係なく、投資サービスを提供する事業に参入障壁を不当につくり出す形で、職務を遂行する SRO に向けられるべきである。

株式公開企業の SRO は、他の発行体に適用されるガバナンス規定にも従うべきである。原則 16 から 18 までを参照されたい。

ベンチマーク

問 1 (a)、1 (b) または 1 (c) への肯定的回答には、原則 9 の評価が必要になる。

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 3 (d) および 3 (e) で、規制当局が SRO に以下を行うよう義務づける権限がない場合を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

- (a) 理事会の選任や業務の管理で会員が公正に代表されるように担保する。および
- (b) 反競争的状況をもたらし得る規則を回避する。

⁴⁸ 原則 3 も参照されたい。

自主規制に関する原則

- (c) それを条件として、SRO が関連する規則や手続きを有する、および／もしくは、そうした問題に対処する一般法が存在し、相当な異議申立がなされた記録がない。

一部実施

問 3 (d) 、3 (e) および 6 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。ただし問 6 の場合は、事案にリスクがあり、明確な濫用の証拠がないときに、規制当局が SRO の行動を引き継げるのを条件とする。

加えて、SRO には、準拠法および規制の遵守調査を支援する権限がないかもしれないが、規制当局は権限付与の条件として、また継続的に、問 2 (e) に関してあらゆる関連情報を規制当局に伝達するように、SRO に義務づける場合。

不実施

規制当局が SRO に基準達成を義務づけたのを証明できない。あるいは、問 2 (a) 、2 (b) 、2 (c) 、2 (d) 、3 (c) 、3 (f) 、4 (a) 、4 (b) 、4 (c) 、5 (a) もしくは 5 (b) の 1 つ以上、または問 2 (e) もしくは 6 に肯定的に回答できない。ただし、一部実施に基づく条件がない、および／または SRO の職務遂行が、実は監督を受けずに行われている、もしくは、SRO の職務の濫用もしくは未達の証明可能な証拠があるとの知見がない場合とする。

C. 執行に関する原則

1. 前文

証券取引の複雑な性質や、詐欺的スキームの洗練された度合いは、投資家の信頼感の醸成を支え、公正で効率的な市場を維持するため、証券法の強力で厳格な執行を要する。原則は、「執行」の語が狭義に解されることで、何が対象になるのかを検討していない。むしろこの語は、規制当局が、証券法違反の発見、抑止、執行、制裁、矯正および修正を行う能力、手段およびさまざまな策を持つと期待されるように、調査だけでなく、査察や監視の権限を含むように広く解されるべきである。

原則 10 と 11 は、規制当局の権限の性質と範囲を定める趣旨だが、原則 12 は、規制当局が権限を用いる能力や、どれほど効果的かつ信頼性の高い形で権限を行使するかを測るのが狙いである。これらは組み合わせあって、監督対象主体を監視し、日常のおよび臨時に情報を収集し、人や主体が関連証券法に確実に従うように執行措置を取る規制当局の力を判断しようとする。

原則に基づく評価は、規制当局が活動する法体系の慎重な検討を要する。原則は、従うべき具体的なモデルを指示したり、民法やコモンロー体系を期待しているわけではない。効果的だと示されてきたモデルは複数ある。その中には、いくつかの政府機関または疑似政府機関が責任を分担したり、SRO と責任を分担するモデルもある。

検査、調査、監視および執行の権限を確保する法的仕組みが施行されているだけでなく、当局が効果的な検査・執行プログラムを遂行できるのが重要である。これには、十分な資源を執行につぎ込むように確保することが含まれる。効果的な執行によってのみ、規制当局が将来の不正を最も効果的に抑止できるからである。

あらゆる主体や商品に証券規制を執行するのが、極めて重要である。それゆえ原則 10、11、12 は、発行体、集団投資スキーム、市場仲介者、流通市場に関する原則のセクションで説明した個別の規制職務や責任と、互いに強く結びついている。評価者は、原則 10、11、12 の評価と、評価対象法域における執行の観点からの他原則の評価との整合性を確保すべきである。

この枠組みに従い、これらの原則は、規制当局の適切な職務遂行と執行・監督権限の効果的行使の確保を基盤として、規制当局の作業と関連性を持つ。

2. 範囲

証券法の執行を確保する仕組みは、あらゆる法域で発効しているべきである。しかし、証券法執行のあらゆる側面の責任が、単一の機関に与えられる必要はない。

規制当局以外の当局が執行する場合、または規制当局と他の当局が執行を分担する場合、かかる機関の協力が決定的に重要で、適時かつ効果的な形で行えることを特に精査すべきである。

3. 原則10～12

原則 10 規制当局は、検査・調査・監視に係る包括的な権限を有するべきである。

執行の広い定義を反映して、原則 10 は、規制対象主体が関連証券法を確実に守るように、*規制対象主体*に関して、規制当局が検査の実施、調査の実施、情報の入手および対応する執行措置の実施の権限を持つかどうかを扱う趣旨である。同原則は、規制当局が調査の過程で、かかる主体から情報を入手し得る状況およびその方法を扱う。原則 10 は特に、予防的措置として規制対象主体の継続的な監督および監視を行う規制当局の権限を取り上げる。

主要課題

1. 規制当局は、調査に応じてもしくは報告サイクルの一環として、通常業務の中で情報提供を要求する権限、または、関連基準の遵守を検証するのが適切と考えるときにその都度、規制対象主体の営業活動を調査する権限を持つべきである⁴⁹。
 - (a) 法律違反の疑いにより、規制当局が調査の実施または規制対象主体の情報要求を行うことが可能である必要はないはずである。
 - (b) 規制当局は、規制対象主体の現場の検査が可能であるべきである。
2. 規制当局は、帳簿、記録、文書、通信および陳述書など、関連基準の遵守の検査に合理的に必要な全情報の提供を求めることが可能であるべきである⁵⁰。
3. 規制当局は、認可された取引所および規制された取引プラットフォームでの取引行為について、監視を実行および監督する権限を持つべきである。
4. 規制面の執行責任が SRO を含む第三者に委任されている場合、この第三者は規制当局に適用されるのと同じ厳格さの開示・機密保持義務に従うべきである。

⁴⁹ *Outsourcing in Financial Services*, 合同フォーラム報告書、2005 年 2 月、入手先は次のとおり。
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>.

⁵⁰ *Resolution on Principles for Recordkeeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation*, IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月、入手先は次のとおり。
<http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES15.pdf> (「記録管理に関する決議」)。

主要論点⁵¹

1. 規制当局は帳簿や記録を含め、規制対象主体の事業活動⁵²を調査する権限を有するか。
 - (a) 抜き打ちで
 - (b) 実地で
2. 規制当局は、不正の疑いがなくとも、訴訟せずに規制対象主体から帳簿および記録を入手し、データまたは情報を要求する権限を有するか。
 - (a) 個別の調査に応じて
 - (b) 日常ベースで
3. 規制当局は、認可された取引所および規制された取引プラットフォームでの取引行為の監視を監督する権限を有するか。
4. 規制システムは、規制対象主体の記録管理や記録保存の義務を有するか⁵³。
5. 規制対象主体は以下を義務づけられているか⁵⁴。
 - (a) 顧客の身元に関する記録の維持⁵⁵
 - (b) 証券取引に関連した証券会社および銀行の口座への資金および証券の流出入の追跡が可能な記録の維持
6. 規制当局は、規制対象主体の全顧客の身元を判定するまたはアクセスする権限を有するか⁵⁶。

⁵¹ 原則 10 の主要論点は総じて、上記の記録管理に関する決議から取り、IOSCO の『協議・協力および情報交換に関する多国間覚書』で確認された。IOSCO、2002 年 5 月、入手先は次のとおり。 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf> (以下「マルチ MOU」という)

⁵² 「規制対象主体」には、認可または免許を受けた主体または人が含まれる。これらの規制対象主体は、委任された活動について、規制当局への説明責任を負う。

⁵³ マルチ MOU のよくある質問 (FAQ) は、記録保存の基準を 5 年と考えている。市場仲介者に関連した原則 29-32 も参照されたい。

⁵⁴ 主要論点 4 は、法域が記録管理義務を課しているか、規制対象主体の記録に保存義務があるかどうかを試す。重要な問い 5 は、規制対象主体が維持すべき文書の特定区分が法域にあるかどうかを試す。これらの義務は、法域の証券法、銀行法、資金洗浄関連法などの法に見出され、評価者はこれらの義務について当該法域のあらゆる関連法を審査すべきである。

⁵⁵ *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry* (『証券業界における顧客本人確認原則』) IOSCO 報告書、2004 年 5 月、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>。および *Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to Combat Money Laundering and the Financing of Terrorism*, 合同フォーラム報告書、2003 年 6 月、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD146.pdf>。

⁵⁶ 『証券業界における顧客本人確認原則』を参照されたい。IOSCO 報告書、2004 年 5 月、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>。

執行に関する原則

7. 規制当局が⁵⁷ 調査または他の規制執行権限を、SRO を含む第三者に外部委託または他の形で付与する場合
- (a) 規制当局は第三者に外部委託した機能を監督しているか。
 - (b) 規制当局は、第三者が維持または入手した情報に完全にアクセスできるか。
 - (c) 規制当局は、第三者のプロセスを変更／改善できるか。
 - (d) 第三者は、規制当局に適用されるのに劣らない厳格さの開示・機密保持義務に服するか⁵⁸。

注釈

第三者が維持または入手した情報への完全なアクセスには、SRO が監視・調査活動に外部委託サービスを使う可能性がある点を考慮して、当該第三者が外部委託した情報へのアクセスが含まれる⁵⁹。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 7 (c) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 7 (c) および 7 (d) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、1 (b) 、2 (a) 、2 (b) 、3、4、5 (a) 、5 (b) 、6、7 (a) または 7 (b) の 1 つ以上に、肯定的に回答できない。

⁵⁷ SRO の場合、規制当局は権限付与を継続する条件として、かかる権限を有するべきである。原則 9 を参照されたい。

⁵⁸ *Outsourcing in Financial Services*, 合同フォーラム報告書、2005 年 2 月、入手先は次のとおり。
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>.

⁵⁹ この注は主要論点の問 7 (b) を指す。

原則 11 規制当局は、執行に係る包括的な権限を有するべきである。

原則 10 が規制対象主体に限られるのに対し、原則 11 は、より広い適用を意図している。権限の場合と同様に、原則 11 は執行の広い定義を反映して、*何らかの者*による関連証券法違反が疑われるまたは特定されるときに、規制当局が活用できる調査や手続きを含む一連の行動を扱う⁶⁰。

したがって、規制当局や他の所管当局は、包括的な調査・執行権限を与えられるべきであり、それには以下が含まれるが、これに限定されない。

- 直接もしくは間接に関与した主体もしくは人物、または調査の関連情報を保有し得る者から、情報、記録および陳述書を入手する権限、ならびに、それらの権限に確実に従わせる措置（例えば、裁判所命令の請求）を講じる権限。
- 有効な、均整の取れた、抑止的な行政処分を課す、および／もしくは、裁判所ないし審判所の命令を求める、ならびに／または、そのための民事および／もしくは刑事裁判を起こす／事案を回付する権限。

証券法の執行のあらゆる側面が、単一の機関に与えられる必要はない。効果的だと示されたモデルはいくつかある。その中には、いくつかの担当当局が責任を分担するモデルもある。

証券市場の国際的な性質や、複数の法域にまたがる不正が頻繁に起こり得る事実から、特有の問題がいくつか浮上する。

法律および規制当局の執行権限は、国際的な不正行為にも確実に有効であり得るように、十分であるべきである⁶¹。

執行当局が持つべき権限の詳細は、IOSCO の各国証券監督当局間の協議・協力および情報交換に関する多国間覚書（以下「マルチ MOU」という）に、より具体的に述べられている⁶²。

⁶⁰ *Resolution on Enforcement Powers of a Securities and Futures Supervisory Agency*, IOSCO 理事会決議、1996 年 9 月； *Resolution on Enforcement Powers*, IOSCO 専門委員会決議、1997 年 2 月； *Resolution on Enforcement Powers*, IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月； *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*, IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月。

⁶¹ *Securities Activity on the Internet*, IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>（特に重要な勧告 14–16 および本文）； *Securities Activity on the Internet II*, IOSCO 報告書、2001 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD120.pdf>； *Report on Securities Activity on the Internet III*, IOSCO 報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>。

⁶² IOSCO マルチ MOU 第 7 条、2002 年 5 月を参照されたい。

執行に関する原則

国際協力の一般的なトピックや効果的な規制の重要性は、協力に関する原則で取り上げる。

主要課題

1. 規制当局または他の所管する当局は、以下を行う権限を含め、包括的な調査・執行権限を持つべきである——規制、行政または調査の権限を執行するため、裁判所命令を請求するまたは提訴すること、実効性ある処分を課すまたはそのように努めること、刑事訴訟手続を始めるまたは刑事司法当局に事案を回付すること。
2. 規制当局または他の所管する当局は、データ、情報、文書、帳簿および記録の入手、ならびに第三者の主体および人を含め（規制対象であるなしに関わらず）、関連する行為の関与者または規制もしくは執行上の質問／調査の関連情報を保有し得る者について、少なくとも自発的な陳述書または証言の録取が、可能であるべきである。
3. 執行権限は、私人の救済請求権を妨げるべきでない。私人は、自身の救済を請求できるべきである（例えば、補償、損害賠償、特定の義務の履行など）。
4. 執行権限の行使が、複数の規制当局または他の所管する当局の行動を要する場合、調査・執行のため、速やかに協力（当局間の情報共有を含む）を行えるべきである⁶³。

主要論点

1. 当該法域の規制当局または他の所管する当局は、証券業務に関連する法および規制の遵守を強制するため、調査・執行権限を有するか。
2. 当該法域の規制当局または他の所管する当局は、以下の権限を有するか。
 - (a) 規制、行政、調査の権限に従うのを確保するため、裁判所命令を請求する、民事訴訟手続に事案を回付する、または他の措置を講じる権限
 - (b) 有効な、均整の取れた、抑止的な行政処分を課す権限⁶⁴
 - (c) 刑事訴訟手続を起こすまたは刑事訴追に事案を回付する権限
 - (d) 証券取引の停止を命じるまたは他の適切な措置を取る権限⁶⁵

⁶³ 原則 1 および 13。

⁶⁴ 原則 10、主要論点、上記の『記録管理に関する決議』を参照されたい。

執行に関する原則

3. 規制当局または他の所管する当局は、第三者の主体および人を含め（規制対象であるなしに関わらず）、関連する行為の関与者または規制もしくは執行上の質問／調査の関連情報を保有し得る者に対し、以下の項目を要求および入手する調査・執行権限を有するか。^{66, 67}
- (a) すべての証券・デリバティブ取引を再現するための同時期の記録で、取引に関わる銀行・証券口座に流出入したすべての資金および資産の記録を含む
 - (b) 以下を特定する証券・デリバティブ取引の記録
 - (i) 顧客：
 - (1) 口座名義人の氏名
 - (2) 取引業務を許可された者
 - (ii) 購入または売却の数量
 - (iii) 取引時刻
 - (iv) 取引価格
 - (v) 取引を処理した個人、銀行、ブローカー、証券会社
 - (c) 当該法域で組織された非自然人を実質的に所有または支配する者を特定する、当該法域内にある情報⁶⁸
 - (d) 陳述書または証言⁶⁹
 - (e) 文書および銀行記録を含む他の情報⁷⁰
4. 私人は、証券法に関連した不正に対し、自身の救済を請求できるか⁷¹。

⁶⁵ 他の措置には、個別の市場参加者に取引制限または義務を課すこと（例えば、ポジションの制限、報告義務、持ち高解消のみの取引、特別な証拠金要件または他の是正措置）が含まれる。一部の法域は、補償的な救済も求め得る。問 2 (d) およびこの注に挙げられた個別の措置は例を示したのであって、規制当局の利用できる処分が、均整が取れていて、抑止的で、有効だと実証できるなら、完全実施の評価を受けるのに必要なわけではない。

⁶⁶ 『記録管理に関する決議』、上記、および IOSCO マルチ MOU、上記、およびこの後の問い。

⁶⁷ 『記録管理に関する決議』、上記。IOSCO マルチ MOU も参照されたい。この問いは、ある所管当局が、他の国内所管当局がもともと持っていた情報を含め、あらゆる必要な情報を外国のカウンターパートと共有する権限を持つ場合、肯定的に回答し得る。原則 8 および原則 13、主要論点 1 も参照されたい。

⁶⁸ 『記録管理に関する決議』、上記、および IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

⁶⁹ 規制当局は、少なくとも自発的な陳述書を入手できるべきである。

⁷⁰ 銀行記録を含む。IOSCO マルチ MOU 第 7 条 (b) 項 (ii) 号を参照されたい。

⁷¹ そのような訴訟は、証券法に基づいて直接なされる必要はなく、一般法の規定に基づくこともあり得る。

執行に関する原則

5. 規制当局以外の当局が、執行または他の是正措置を行わなければならない場合、規制当局は、規制または調査活動を通じて入手した情報を当該当局と共有できるか。
6. 規制当局が調査に必要な法域内の情報を入手できない場合、当該情報を入手できる他の当局はあるか⁷²。
7. 「はい」の場合：規制当局と他の国内当局の間に、存在する情報の個別の交換に関する個別の取り決めはあるか⁷³。

注釈

評価者は、当該法域の執行プログラムが、与えられた権限をどのように用いる設計になっているかを判定しなければならない⁷⁴。権限の十分性は、効果的に行使されることを示せるかどうかによって左右され得る。規制当局および／または他の当局（訴追当局を含む）に与えられる調査・執行権限の範囲は、調査に基づく行動と法域内で適用される法体系に依存する。評価者は、現行システムが効果的に、証券法違反を発見、調査、起訴できるかどうかを問うべきである。

規制当局および他の所管する当局は、調査・執行権限を適用する際、証券詐欺や他の証券不正行為が往々にして、尋常でない、複雑な、または新たな形態をとることを認識すべきである。そのような尋常でない詐欺の形態に法を適用し、必要に応じて、個々の法や監視／検査・調査メソドロジーの発展に積極的に寄与する態勢を取るべきである。

また評価者は、使える制裁権限や是正措置を取る権限の十分性について、規制当局に見解を問うべきである。

証券規制義務の執行や証券違反の抑止・制裁に用いられる措置の例には、以下が含まれる。罰金、資格剥奪、営業許可の停止および取り消し、直接または裁判所命令を通じた差止命令または排除命令、無免許で証券取引を行った者を相手取った訴訟または刑事司法当局へのかかる業務の照会⁷⁵、開示および資金報告義務を発行体に強制する措置、事業・資本要件・他の健全性規則を強制するための措置、市場仲介者、認可された取引所の運営者、規制対象の取引システム、CIS および他の規制対象証券主体に、記録管理と報告を強制するための措置⁷⁶。

⁷² 原則 15、主要論点 8 を参照されたい。

⁷³ 個別の取り決めは、約束や MOU の可能性もある。

⁷⁴ 原則 12。

⁷⁵ 「執行プログラム」は、規制当局が保有する権限を行使するために取るあらゆる措置として、広く解され得る。

⁷⁶ 報告義務を強制する措置の例は、財務諸表の修正を義務づけたり、財務諸表を開示させる権限だろう。

執行に関する原則

このような制裁は例にすぎず、規制当局は証券違反の全範囲をカバーするため、均整の取れた、抑止的な、有効かつ十分な各種制裁を利用できることを示さなければならない。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要し、さらに措置を取るため当局間の協力が必要な場合は、かかる措置が証券規制当局の優先課題に対応し、かつ適時である。

概ね実施

この原則に「概ね実施」の区分はない。⁷⁷

一部実施

問 4 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

免許を取り消すもしくは停止することができない、または問 1、2 (a)、2 (b)、2 (c)、2 (d)、3 (a)、3 (b)、3 (c)、3 (d)、3 (e)、5、6、7 の 1 つ以上に肯定的に回答できない、または協力の取り決めに不具合が示される。

⁷⁷ それでもなお、イントロダクションの「評価尺度」(18 ページ)に基づき、「概ね実施」の区分が適用される可能性はある。

原則 12 規制のシステムは、検査・調査・監視・執行に係る権限の効果的かつ信頼性の高い行使や、効果的な法令遵守のプログラムの実施を確保すべきである。

原則 12 は、規制当局に対し、現行の規制システムや自らの組織が監督・執行権限の効果的で信頼できる利用をどう定めているかを示すように義務づける。特に規制当局は、効果的な検査、調査および執行措置を行うシステムが存在すること、さらに必要に応じて、不正行為や濫用に対処するため措置が取られてきたことを示せるべきである。例えば、効果的なプログラムは、不正を特定、発見、抑止および制裁するさまざまな手段を結合できるだろう。取り得る制裁の範囲が広ければ、評価される法体系の性質に即して、基準を満たすことができよう。それでも規制当局は、利用できる制裁が（どのような性質であっても）有効で、均整の取れた、抑止的なものだを証明する文書を提出できるようにすべきである。個別の職務に対応する原則のセクションも、あり得る制裁を扱っている。

規制当局は、検査、監視、執行権限の効果的かつ信頼できる活用がこれまでなされており、将来もなされることを証明できるようにすべきである。権限の効果的かつ信頼できる活用は、十分な権限、適切な資源、ならびに職務遂行および権限行使の能力に依存する。原則 3 が資源全般を扱うのに対し、原則 12 は、規制当局による職務遂行時および執行権限行使時の資源の活用を扱う。

特に規制当局は、以下による権限行使がどのようになされたかを証明し、説明できるようにすべきである。

- 法域内の規制措置および規制対象主体に課した遵守プログラム
- 法域内で遂行された継続的および臨時の監視活動（立入検査を含む）の類
- 法域内で行われた調査および執行措置
- 法域内で見つかった不正行為に関して科せられた制裁

主要課題

1. 効果的かつ信頼できる執行制度を得るには、規制当局が原則に示された法定権限を持つだけでは不十分である。規制当局は以下を行えるべきである。
 - (a) 効果的かつ適時な形で、法律違反の疑いを発見する。
 - (b) 潜在的な違反の調査に必要な関連情報を収集する。
 - (c) 法律違反が特定された場合に、訴訟を起こすため情報を活用できる。
 - (d) 主要課題 1 (a) から (c) に沿った行動を効果的に行うためのプログラムを設けて、資源を活用していることを証明する。

執行に関する原則

2. 加えて、規制当局は、証券法違反の防止、発見、矯正を目指し、規制対象主体用の遵守システムを設けるべきである。これには以下が含まれる。
 - (a) 適切なメソドロジーと技法を用いた検査または自己評価（ただし法域によってばらつきが生じ得る）
 - (b) 他の監視技法

主要論点

違反の発見

1. 規制当局が検査を行うための効果的な検査システムは設けられているか。
 - (a) 日常ベースで
 - (b) リスク評価に基づいて
 - (c) 得られた情報に応じて不定期で（例えば、投資家からの苦情や密告、他の情報源からの異議申立）
2. 認可された取引所や規制対象の取引システムに、異常な取引を自動的に特定するシステムはあるか。
3. 規制当局は、以下を発見および調査するための十分な仕組みと手続きを証明できるか。
 - (a) 相場および／または価格操縦
 - (b) インサイダー取引
 - (c) 証券およびデリバティブに関して、重要情報の虚偽表示または詐欺的もしくは操縦的な慣行
 - (d) 他の規制義務の不遵守（例えば、営業活動、自己資本比率、開示または顧客資産の分別）⁷⁸
4. 規制当局は、情報を受け取り、受け取った情報に対応するための十分なシステムを有しているか。

遵守システム

5. 規制当局は、証券法違反防止のため合理的に設計された監督・遵守手続きを設けるように、規制対象主体に義務づけているか。

⁷⁸ IOSCO マルチMOU、上記。

執行に関する原則

6. 規制当局は、遵守手続きがどのように執行され、かかる主体の従業員に伝達されているかを監視しているか。
7. 規制当局は、規制対象主体が証券法違反の行動を取った従業員を適切に監督しないときに、措置を講じる、規律に従わせるまたは制裁を科すことができるか。
8. 規制当局は、認可された取引所および規制対象の取引システムに対し、全取引の執行および約定を監査できる市場監視メカニズムを義務づけているか。

79

有効性

9. 明記された基準に基づき、規制当局または他の所管する当局は、証券法執行のため、効果的な執行プログラムを備えているか。

注釈

この原則を評価する際、評価者は、権限に関して原則 10 および 11、協力に関して原則 13 および 15、規制当局の資源の十分性・手続き・説明責任に関して原則 2 および 3 も、参照すべきである。

監視、検査、調査、執行および介入の権限を用いて、違反を発見し、情報を収集および活用し、遵守を促進し、不遵守に制裁を科すための効果的なシステムが存在する証拠があるかどうかを、評価者は評価すべきである。幅広い証券規制に関して、これら権限が効果的かつ信頼できる形で用いられるべきである。

規制当局や SRO を含む第三者は、法律の条文、公開の指針、関連する執行事例を扱った説明用の記者発表資料、異議申立および処分（公開された場合）など、執行活動を説明する記録および他の重要な証拠を評価者に示せるようにすべきである。

リスクベースの検査プログラムを評価する際、評価者は、例えば定期的な資金報告の点検などの仕組みを用いて、優先順位がどう定められ、それらがどう調整・更新されるかを判定すべきである。規制の枠組みに基づく苦情処理システムが、オンブズマン、外部の紛争解決規定もしくは他の第三者スキームを通じて、または個別の企業の取り決めの監督を通じて、対処されていれば十分である。

執行プログラムの実効性を評価する際、評価者は、規制当局が原則 11 の主要論点の 2 (a) から 2 (d) に示された権限を用いるかどうかを評価すべきである。

主要論点 2 で言及した自動システムを運用する熟練スタッフがいないのは、その主要論点が否定的に回答される強力な指標である。

⁷⁹ 評価者は、取引の監査が規定されているか、および実際に行われているかをチェックしなければならない。

執行に関する原則

主要論点 2 が否定的に回答される場合、主要論点 3 (a) および 3 (b) を肯定的に回答できない強力な示唆となる。

主要論点 9 に関して、評価者は、執行プログラムの有効性の結論に至る際、用いる尺度を明確に説明しなければならない。この尺度は以下を含む可能性があるが、必ずしも必要とするわけではない—— (1) 執行プログラムにつき込まれた資源、 (2) 年間に科せられる罰金の水準、 (3) 執行プログラムに対する投資家の信頼感の代替として、法域の資本コスト、 (4) 年間に処理される事件数、 (5) 年間に行われる調査の件数と種別。

ベンチマーク

完全実施

問 1 (a) と 1 (b) のいずれか、および該当する他のすべての主要論点に肯定的回答を要する。ただし、1 (b) のみ肯定的に回答された場合、リスクの優先順位や潜在的な調査対象企業の状況に関して変化を特定する手段と、効果的なカバレッジを証明できる状況がなければならない。

概ね実施

問 1 (a) と 1 (b) のいずれか、および、問 2、4、8 以外の該当する他のすべての主要論点に肯定的回答を要し、ならびに／または、調査、監視、執行のシステムが施行されているが、効果的な管理を確保するためつぎ込む資源を増やす必要がある、システムの運用の調整が必要であろう、もしくはシステムを増強して効果を高めるため、一定の望ましい権限（原則 10 を参照された）が必要である場合。

一部実施

問 1 (a) と 1 (b) のいずれか、および問 1 (c) 、3、5、6、7 に肯定的回答を要し、規制当局は稼働中の執行・遵守プログラムがあることを証明できるが、適時性やカバレッジに多少弱点がある。

不実施

問 1 (a) および 1 (b) の両方、または問 1 (c) 、3 (a) 、3 (b) 、3 (c) 、3 (d) 、5、6、7、9 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

D. 協力に関する原則

1. 前文

原則 13、14、15 は、調査、執行および他の規制目的での規制当局間または国内もしくは外国のカウンターパートとの協力を扱う⁸⁰。

金融取引の国際化の進行や、市場のグローバル化により、単独の所管する規制当局の手がすぐ届く法域を越えて、情報が行き渡る可能性がある。それゆえ、国際協力の必要性が一層強調される。

詐欺、相場操縦、インサイダー取引、および法域の境界をまたぐ無権限の金融サービス提供などの他の違法行為は、現代の通信技術を援用するグローバル市場で一層頻繁に起こり得るし、実際に起こっている。

協力は、調査・執行活動が法域の境界で不必要に妨げられないように確実に期すためにも、極めて重要である。原則 13 は、規制当局の情報共有能力の程度を測る。原則 14 は、規制当局が、いつどのようにカウンターパートと情報を共有するかを定める仕組みの有無を扱う。原則 15 は、規制当局がカウンターパートに与え得る支援の種別に関係する。

国内レベルでは、情報共有の大きな必要性があるだろう。複数の規制当局がある場合や、証券法がある法域の一般法と重複する場合、国内協力の必要性は執行の問題にとどまらず、特定の権能を得て行動するための権限付与や、システミックリスクの緩和に関連する情報を含むだろう。例えば、証券、銀行、その他の金融部門で責任の分担が存在する場合である⁸¹。

IOSCO のマルチ MOU は、とりわけ原則 13、14、15 の実施を促進する趣旨である。したがって、IOSCO マルチ MOU に調印していない当局は、少なくとも原則の 1 つに関して、完全実施となり得ない。逆に、IOSCO マルチ MOU に加入していれば、当局が同マルチ MOU に明記された国際基準を満たすべく、必要な法的権限を有していることになり、これら原則が完全に実施されている強力な指標となる。ただし、IOSCO マルチ MOU に加入すれば自動的に、原則が完全に実施されているとの結論に至るわけではない。例えば、該当する当局が、原則の評価時に、正しく支援するための資源および／または実践的な能力を欠いている可能性があるからである。

⁸⁰ 他の規制目的の情報共有は、特に例えば以下のものが必要だろう。疑わしい行動や証拠のある詐欺に関する日常的な情報、免許・権限付与・適格性判定に関して申請者をめぐる懸念についての情報、証券の上場または登録、免許保有者または発行体の現状に関する情報、市場混乱に対処する緊急時対応策・連絡先・構造対策など、市場混乱の悪影響を最小限に抑えるのに必要であろう情報、市場当局の措置・相場・取引・市場データなどの市況に関する情報の共有。

⁸¹ 原則 1 および 3。

協力に関する原則

規制当局間の国際協力は、国内市場の効果的な規制や監督のためにも必要である。規制および監視上の支援を提供できなければ、効果的な証券規制に向けた取り組みを大きく損なう恐れがある。国内法は、国際協力への障害を取り除く必要がある⁸²。

2. 範囲

規制当局は、法域内のどの機関が、どのような取り決めに従い、どのような目的で協力するかを特定すべきである。例えば一部の法域では、法域内の他の当局から情報を入手したり、執行の訴訟を起こすため他の当局を頼る必要があるだろう。規制当局は、必要な情報を入手できるゲートウェイやチャンネルがあり、必要時にチャンネルが機能することを証明できるようにすべきである。さらに、規制当局は、法域内で他者との協力が影響を与え得る法（例えば、障壁規則、銀行機密、または他の種類の法律もしくは司法判断）を特定すべきである。

規制当局の協力する能力は、規制当局や SRO のための原則、IOSCO マルチ MOU の規定に定められたとおり、外国のカウンターパートが求める情報を入手し、機密を保持する権限に密接に関係する。

⁸²

Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance"、IOSCO 報告書、1997 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD76.pdf>; *Securities Activities on the Internet*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>（特に、重要な勧告 21-24 および本文）；*Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>。以下も参照されたい。*Resolution on Enforcement Powers*、IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES14.pdf>; *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*、IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月、入手先は、<http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES15.pdf>; IOSCO マルチ MOU、IOSCO、2002 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf>; *Report on Securities Activity on the Internet III*、IOSCO 報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>。

3. 原則13～15

原則 13 規制当局は、公開・非公開の情報を国内・外国当局と共有するための権限を有するべきである。

この原則は、管理下にある、または検査および調査を通じて入手できる公開および非公開の情報を、他の外部的なプロセスを伴わずに共有するための規制当局の権限を扱う。非公開情報の共有においては、要請を受けた規制当局が、かかる情報の使用が共有の目的に確実に合致し、使用にさらされる機密性を保持するように、注意を払わなければならない。

国内レベルでは、他の国内当局との情報共有の大きな必要性があり得る。証券取引が関わる詐欺や資金洗浄の事件は、法執行、規制、司法当局など、複数の国内機関の緊密な協力が必要だろう。国内協力の必要性は、監督の状況でも重要で、特定の権能を得て行動するための権限付与や、システミックリスクの緩和に関連した情報が含まれる。特に、証券、銀行、その他金融部門で責任が分担される場合がそうである。

規制当局間の国際協力は、効果的な規制や国内市場の監督に必要である。規制や監督を支援できなければ、効果的な証券規制に向けた取り組みを著しく損なう恐れがある。国内法は、国際協力に対する障害を取り除く必要がある⁸³。

情報共有と規制協力の「二重適法性（dual legality）」の条件を取り除くのが、不可欠である。過渡的な問題として、ある法域が二重適法性条件の除去を進めるとき、柔軟かつ国際協力への影響を最小限にとどめる形で、条件が解釈されるのが不可欠である。

⁸³

Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance"、IOSCO 報告書、1997 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD76.pdf>; *Securities Activities on the Internet*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>（特に、重要な勧告 21-24 および本文）；*Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>。以下も参照されたい。*Resolution on Enforcement Powers*、IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES14.pdf>; *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*、IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES15.pdf>; IOSCO マルチ MOU、IOSCO、2002 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf>; and *Report on Securities Activity on the Internet III*、IOSCO 報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>。

協力に関する原則

複数の規制当局が異なる監督アプローチを取るとき、互いの規制・監督システムに対して得られた信頼に基づく情報共有や協力に、それぞれが共通の利益を持つ⁸⁴。

協力の形式や内容は、ケースバイケースで異なる⁸⁵。支援は、調査に用いるだけでなく、例えば証券規制の範囲内で違法活動を防いだり、規制当局間の執行技能の提供や共有を支援する遵守プログラムの一環として、他の種類の取り調べのために与え得る点が不可欠である。

調査や執行のため規制当局に提供される情報は、法域内の当局を通じて、証券法違反の調査および訴追（行政、民事および刑事）に用いるため、直接または間接に共有できるようにすべきである。

監督の協力も重要である。規制面の懸念について、資金および他の監督面の情報、技術的な知識、監視および投資家教育など、一般のおよびさらに具体的な情報を交換する必要がある。システミックリスク関連の情報共有も、原則 6 にも定められたとおり、法域間の協力の中心となるべきである。

グローバルに活動する規制対象主体については、特に遵守の社風、財務状況、リスクエクスポージャーに関して、アドホックで、より秩序だった具体的な態様で、情報共有をしなければならない。

主要課題⁸⁶

1. 規制当局は、他の国内当局との間で、公開情報と非公開情報をいずれも共有できるようにすべきである。
2. 規制当局は、外国のカウンターパートとの間で、公開情報と非公開情報を共有できるようにすべきである。
3. 国内法は、規制、監視、技術援助または執行の目的による情報共有を通じた国際協力を妨げるべきでない。

⁸⁴ *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 5 月、入手先は、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>。

⁸⁵ 協力するには、次のものが必要であろう——疑わしい行動や証拠のある詐欺に関する情報、免許・上場・登録の申請者をめぐる懸念についての情報、免許保有者または発行体の現状に関する情報、市場混乱に対処する緊急時対応策・連絡先・構造対策など、市場混乱の悪影響を最小限に抑えるのに必要であろう情報、市場当局の措置・相場・取引・市場データなどの市況に関する情報の日常的な共有。Multi-jurisdictional Information Sharing for Market Oversight、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 4 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD248.pdf>。

⁸⁶ 『記録管理に関する決議』、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

協力に関する原則

4. 規制当局が職務遂行または権限行使によって集めた機密情報が、国内外を問わず、他の所管する当局に共有される場合、規制当局は、開示の目的に沿う限り、提供される情報の機密性が守られるとの条件に従うように確実を期すことができる。

主要論点

1. 特定された規制当局のそれぞれについて⁸⁷、当該規制当局は、他の国内規制当局（regulators）および当局（authorities）と、次の情報を共有する権限を持っているか。
 - (a) 調査および執行の事案
 - (b) 権限付与、許可、認可に関連した判断
 - (c) 監視
 - (d) 市況および相場材料
 - (e) 規制当局の法域で組織された非自然人を実質的に所有または支配する者を含め、顧客の本人確認
 - (f) 規制対象主体
 - (g) 上場企業および証券の上場を目指す企業⁸⁸
2. 規制当局は、関連する政府大臣または法律家などの外部からの承認を要することなく⁸⁹、規制・執行目的のため他の国内当局との間で、主要論点 1 に述べられた情報を共有できるか。
3. 規制当局は、主要論点 1 に列挙された各事案に関して具体的に、外国のカウンターパートと情報を共有する権限を持っているか⁹⁰。
 - (a) 調査および執行の事案

⁸⁷ すなわち、評価プロセスの中で特定された、証券執行に責任を負う規制当局。

⁸⁸ *Resolution on International Equity Offers*, Presidents' Committee of IOSCO 代表委員会、1989 年 9 月；*Guidance on Information Sharing*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 3 月、入手先は、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD86.pdf>。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

⁸⁹ このような承認が純然たる形式的なもので、直ちに得られる場合、規制当局は、承認が必要な場合でも「完全実施」の評価を受けられる可能性がある。例えば、一部の法域では、司法長官または同様の官僚が、制度の首席法務官として措置に署名する。理想的なのは、国内の状況において、一定の共有が事前に許可されていることである。

⁹⁰ 『記録管理に関する決議』、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。この問いは、単一の所管当局が、必要な全情報（他の国内所管当局が当初保有していた情報を含む）を外国のカウンターパートと共有する権限を持つ場合、肯定的に回答し得る。

協力に関する原則

- (b) 権限付与、許可、認可に関連した判断
 - (c) 監視
 - (d) 市況および相場材料
 - (e) 規制当局の法域で組織された非自然人を実質的に所有または支配する者を含め、顧客の本人確認
 - (f) 規制対象主体
 - (g) 上場企業および証券の上場を目指す企業
4. 規制当局は、関連する政府大臣または法律家などの外部からの承認を要することなく⁹¹、執行・規制目的のため外国のカウンターパートとの間で、主要論点3に述べられた情報を共有できるか。
 5. 規制当局は、他の国内および外国の当局に、自主的に情報を提供できるか⁹²。
 6. 規制当局は、疑わしい行為が当該規制当局の法域内で行われ、同法域の法律違反を構成しない場合でも、外国のカウンターパートと情報を共有できるか⁹³。
 7. 規制当局は、証券・デリバティブ取引に関連する銀行口座および証券口座を実質的に保有または支配する者を特定する情報や記録、ならびに取引の再現に必要な情報（銀行取引記録を含む）を、国内および外国のカウンターパートと共有できるか⁹⁴。
 8. 規制システムは、規制当局が職務遂行や権限行使によって集めた機密情報が、国内外を問わず、他の所管当局と共有されるとき、適切な機密保持規則に従うように、十分な保証を与えているか。

注釈

他の法域で登録したとされる者からの許可申請も、受理され得る。あるいは、複数の法域で同じ提出文書を出し、登録を求めることもあり得る。同様に、システムの安定性への脅威は、国内要因にとどまらず、他の法域の個別金融機関の行動が含まれる可能性がある。

⁹¹ このような承認が純然たる形式的なもので、直ちに得られる場合、規制当局は、承認が必要な場合でも「完全実施」の評価を受けられる可能性がある。従前の例を参照されたい。

⁹² *Recommended Practices for Information-Sharing and Cooperation*、IOSCO 内部文書、2002 年 10 月、5 ページ； IOSCO マルチ MOU、上記。

⁹³ *Principles for Memoranda of Understanding*、IOSCO 専門委員会報告書、1991 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD17.pdf>；IOSCO マルチ MOU、上記。

⁹⁴ 『記録管理に関する決議』、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

協力に関する原則

また、複数の法域で証券を上場する企業が増えており、株式を上場した国以外の国で、発行体の商業活動の相当部分が行われるのも普通である。投資家が直接または運用委託したファンドを通じて、外国の市場や証券に投資することも多い。法域の境界をまたいで売り出す CIS も増えている。さらに、スキームの販売者、運用担当者、証券保管機関が複数の異なる法域に所在することも一般的で、スキームの販売相手の投資家と同じ法域に所在しない可能性もある。

似通った金融商品が、複数の国のさまざまな市場で取引されることもあり得る。また、原資産や基準価格に関する取引・組成・派生が外国市場で行われるデリバティブが、多数存在する。

国内協力の義務があっても、情報が国際的な経路を通ると、情報の利用は、情報共有取り決めに明記された利用に限定されることがある。外国カウンターパートが入手した情報の場合、IOSCO マルチ MOU で検討された用途以外にこの情報を用いるのは、認められない。IOSCO マルチ MOU がカバーしていない形でこの情報を用いる必要がある場合、要請する当局は、要請を受ける当局の同意を得なければならない。

銀行秘密・機密保持・障壁規則が存在する場合、規制当局は、法に例外があつて、規制当局が情報を入手し、外国カウンターパートと共有できることを証明できるようにすべきである⁹⁵。評価者は、規制当局に与えられた権限が実際に執行可能かどうか疑問を投げかけた裁判例や他の状況が存在したか、問うべきである。

原則は、規制当局が国内外のカウンターパートと情報を共有する際に、特に非公開情報について、適法に条件を課せることを認めている。条件は、情報の適切な利用の確保や、公的執行措置など、情報要請時に認められた使用に即したものを除く情報の機密保持の確保が含まれ得る。より一般的に機密保持予防措置を取り上げた原則 12 も参照されたい。

支援の要請は、次の場合に、被要請当局が断ることがある。

1. 要請が、被要請当局に対し、国内法に反する行動を取るように求める場合。
2. 公益または不可欠の国益を理由に。
3. 被要請当局の法域で、同じ事実に基づき、かつ同じ人物を相手取り、刑事訴訟手続が既に起こされている場合、または同じ人物が既に、被要請当局の法域の所管当局により、同じ罪で終局的な刑罰を受けている場合。ただし、要請当局が起こした訴訟で求めた救済や制裁が、被要請当局の法域で得られる救済や制裁と同じ性質または重複ではないと、要請当局が証明できるときを除く。
4. 要請が、IOSCO マルチ MOU の規定に従ってなされたものでない場合。

支援の要請が断られる場合、または国内法に基づいて支援がなされない場合、被要請当局は、援助しない理由を説明し、要請当局と協議する。

⁹⁵ IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

協力に関する原則

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 2 および 4 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。ただし、情報共有を適時実行できるのを条件とする。

一部実施

個別事例で情報が入手できるのを条件に問 3 (c) 、概ね実施の条件が満たされない場合に問 2 および 4、ならびに問 5 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、1 (b) 、1 (c) 、1 (d) 、1 (e) 、1 (f) 、1 (g) 、3 (a) 、3 (b) 、3 (c) 、3 (d) 、3 (e) 、3 (f) 、3 (g) 、6、7、8 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。または、適時な形の行動が相当程度不可能で、原則が実施されたと見なせない。

原則 14	規制当局は、公開・非公開の情報をいつ、どのように国内・外国当局と共有するかを定めた情報共有のメカニズムを確立すべきである。
--------------	---

証券規制当局は長い間、証券執行事案の協議、協力、情報交換の促進に、覚書（MOU）を用いてきた。こうした執行 MOU は、法律違反を疑う規制当局および／または、違反の可能性のある証拠が法域外に存在し得るときに外国カウンターパートから臨時の支援を求める規制当局に、許可を出すことになる。このような MOU の大半は、二国間ベースで発効してきた。2005 年以降は、IOSCO マルチ MOU が、証券規制当局間の執行協力の義務的な最低基準となった。

証券規制当局はより最近になって、今日のグローバル環境下で効果的に監視や監督をするには、証券執行の支援（本質的に臨時ベースで、個別の違反の可能性に関わる情報共有に焦点）だけでなく、臨時ベースと継続ベースの両方で、規制対象主体の監視における規制協力的手段を備える必要があると認識するようになった。このような協力は、グローバルに活動する規制対象主体を、関係する全法域の法律と義務に十分整合しつつ、継ぎ目なく効率的に規制するのを支える上で、極めて重要である。連携と協力の多くは、臨時ベースで培われてきたが、MOU や監督カレッジなどの一層確立した形も設けられてきた。

MOU は、当事者間の明確に許可された使用、機密保持の取り決め、およびその他の運用手順を定めて、情報交換プロセスを促進する。

主要課題⁹⁶

1. 情報共有メカニズムの設計は、以下の要素を考慮すべきである。
 - (a) どの市場当局または規制当局が、情報または支援にアクセスし、提供できるか
 - (b) かかるアクセスが、準拠法に基づいてどのように得られるか
 - (c) 準拠法に基づく機密保持
 - (d) 準拠法に基づき許可された使用
 - (e) 支援や情報共有の形式とタイミング
 - (f) 調査・資金情報を共有する当局間の MOU を含め、他の取り決めの適用可能性

⁹⁶ *Principles of Memoranda of Understanding*、上記。マルチ MOU、上記、第 8 章「監督報告」も参照されたい。

協力に関する原則

2. 規制当局が職務遂行により集めた機密情報が、他の当局と共有されるとき、提供の目的になじむ範囲で、情報の機密性が保たれる条件に従って、情報が提供されるように、特段の注意を払わなければならない。
3. 規制当局は IOSCO マルチ MOU の第 11 条に沿って、要請の機密性を保つべきである。

主要論点

1. 規制当局は、法律や規則により、または行政実務の問題として、他の国内当局との情報共有取り決め（公式か非公式かを問わない）を交わす権限を有するか。
2. 規制当局は法律や規則により、または行政実務の問題として、外国のカウンターパートと情報共有協定（公式か非公式かを問わない）を結ぶ権限を持っているか。
3. 規制当局は IOSCO マルチ MOU に署名したか（肯定的に回答する場合、問 4(a)は省略⁹⁷）。
4. 関連する規制当局は、以下を行うための情報共有メカニズムを策定したか。
 - (a) 国際的な不正行為の発見と抑止の促進
 - (b) 許可、監視、執行責任の遂行の支援⁹⁸
5. 国際活動の範囲や相互支援を提供する能力によって正当化される場合、規制当局は積極的に、外国規制当局と情報共有取り決めを定めようとするか。
6. そのような取り決めは書面の形で文書化されているか。
7. 規制当局は、伝達される情報が、使用に整合する形で機密性を守られるように、予防措置を確実に敷く措置を講じているか⁹⁹。
8. 規制当局は、IOSCO マルチ MOU 第 11 条に即して外国規制当局から受け取った情報要請の機密性を保てるか。
9. 規制当局は、適切な予防措置が敷かれる場合、他の国内当局や外国カウンターパートから要請があれば、情報を共有することを証明できるか。

⁹⁷ IOSCO マルチ MOU 第 4 条を参照されたい。

⁹⁸ 調査対象者が要請を受ける当局に知られているとき。

⁹⁹ *Principles of Memoranda of Understanding*、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

注釈

この原則は、主体個別の情報や市場全体のインテリジェンスを共有する幅広いメカニズム—それぞれ異なるけれども重複する種類の情報共有を扱う—の利用を通じて満たすことができる。それぞれのメカニズムは互いに補強しており、IOSCO 会員間の 1 つの包括協力戦略の中で連携して用いられると、全体の効果が高まる。ただし、こうした異なるメカニズムはすべて、異なる目的で証券規制当局の役に立つ可能性が高い¹⁰⁰。

MOU や他の文書化された取り決めは、情報交換のプロセスに確実性を、場合によっては迅速性を、加えるのに役立つ可能性がある。ただし、取り決めの形だけでは、緊密で協調的な取り決めの代わりにならない。

評価者は、既存の協力取り決めの有効性について、実際の証拠を提出できるべきである。例えば法域は、他の当局から要請を受けたら情報を共有でき、共有することを証明できるべきである。それが不可能な場合、評価者は公式または非公式の取り決めの有効性を問うべきである。評価は、規制当局の情報入手が直接か間接かを問わない¹⁰¹。

規制当局は、支援要請に対する対応を明確にすべきであり、成功した実質的な対応の例を提供すべきである。規制当局は、受理した支援要請数と、各要請で求められた支援の種類の一覧を提出すべきであり、当該規制当局による成功した実質的な対応の例を提供すべきである¹⁰²。規制当局はまた、協力が断られた例があれば、情報を提出し、拒否の理由を述べるべきである。実例がない場合、規制当局は上記の問題を扱った内部手続きが敷かれていることを証明できるべきである。

IOSCO マルチ MOU の文脈から、規制当局は、IOSCO マルチ MOU に基づき要求される情報共有が実際に可能なことを証明し、IOSCO マルチ MOU に基づき要求された情報が外国カウンターパートと共有された実例を示せるべきである。

IOSCO マルチ MOU に従い、各当局は IOSCO マルチ MOU に基づく要請、要請の内容、IOSCO マルチ MOU に基づき生じた事案（当局間の協議や自主的な支援を含む）を機密にする。被要請当局は、要請当局との協議後、開示することが要請の実行に必要な場合、要請当局が要請を行った事実を開示できる。この状況では、要請と他の当局から受け取った情報に関する機密保持が、非常に重要である。IOSCO マルチ MOU 第 11 条 (b) 項に従い、要請を行った当局は、マルチ MOU に基づいて受け取った非公開の文書と情報の機密を保つが、IOSCO マルチ MOU 第 10 条 (a) 項

¹⁰⁰ *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation* の前文、上記（第 8 章、監督協力のメカニズム）を参照されたい。

¹⁰¹ 『記録管理に関する決議』、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。この問いは、ある所管当局が、他の国内所管当局がもともと持っていた情報を含め、あらゆる必要な情報を外国のカウンターパートと共有する権限を持つ場合、肯定的に回答し得る。

¹⁰² 機密保持義務（マルチ MOU 第 11 条を含む）に従い、規制当局は成功した実質的な対応の例を提出する際、カウンターパート、個人、企業を特定する参照を隠すことを考慮すべきである。

協力に関する原則

で期待されるもの、および法的に強制可能な要求に応じるものは除かれる。後者について、要請当局は、要求に応じる前に被要請当局に通知し、入手されるであろう当該情報に関する特権に、適切な法的除外を主張すべきである。

評価者は、規制当局が他の国内当局の開示要求に従わなければならない範囲を評価すべきである。IOSCO マルチ MOU 第 10 条および 11 条を参照されたい。

規制当局は IOSCO マルチ MMoU に署名していないかもしれないが、評価者はそれでも、規制当局が国際不正行為の発見と抑止を促進できる範囲の評価に努めるべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 6 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 6 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要し、規制当局の法域が実質的に国際取引を行っておらず、情報共有の必要が低頻度かつ臨時の場合は、問 4 (a) 、4 (b) 、5 の 1 つ以上に肯定的に回答する必要はない。

不実施

問 1、2、3、7、8、9 の 1 つ以上、または、規制当局の法域が非実質的といえない国際取引を行っている、もしくは情報が適切な事例で適時に共有できないもしくはなされていない証拠がある場合に、問 4 (a) 、4 (b) 、5 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 15 規制のシステムは、外国当局が職務の遂行・権限の行使に際して照会を必要とする場合に、支援を提供することを認めるべきである。

必要な情報が他の法域にあり、入手またはアクセスできないとき、効果的な規制や監督が損なわれかねない¹⁰³。したがって、規制当局は、外国の規制当局が職務や使命を果たす際に支援し、必要な情報を提供する権限を与えられているべきである。これが不可能であれば、市場に対する適切な規制、監督、執行を確保する上で、情報収集権限が不十分となる。

法域の境界をまたぐ詐欺、相場操縦、インサイダー取引および他の違法行為は、現代通信技術を援用したグローバル市場で、一層頻繁に起こり得るようになり、実際に発生している。

IOSCO が定めたマルチ MOU には、国際不正行為の発見と抑止を促進するため、IOSCO 会員間で国際レベルの協力メカニズムを確実に存在させる目標がある。IOSCO のマルチ MOU は、国際的な執行および協力の最低基準と見なされる。したがって、IOSCO 会員は、この割いて基準を満たす法的権限を持つことが欠かせない。IOSCO マルチ MOU は国際協力のベンチマークだが、IOSCO マルチ MOU に定められたものを上回り得る協定を、会員が別途締結する可能性を制限すると見なすべきでない。

¹⁰³ *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement*、IOSCO 代表委員会決議、1987 年 9 月；*Resolution on International Equity Offers*、IOSCO 代表委員会決議、1989 年 9 月；*Resolution on Information Sharing Between SROs*、IOSCO の SRO 諮問委員会決議、1990 年 11 月；*Resolution on Principles for Memoranda of Understanding*、IOSCO 代表委員会決議、1991 年 9 月；*Resolution on Money Laundering*、IOSCO 代表委員会決議、1992 年 10 月；*Resolution on Transnational Securities and Futures Fraud*、IOSCO 代表委員会決議、1993 年 10 月；*Resolution Concerning Cross-Border Transactions*、IOSCO 代表委員会決議、1995 年 7 月；*Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms*、IOSCO 専門委員会決議、1996 年 3 月；および *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*、IOSCO 代表委員会決議、1997 年 11 月。以下も参照されたい。*Resolution on Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance (Self-Evaluation)*、IOSCO 代表委員会決議、1994 年 10 月；*Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>；および *Guidance on Information Sharing*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 3 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD86.pdf>。

協力に関する原則

実質的な行動への支援も必要であろう。規制当局は、それが権限の範疇にあるなら¹⁰⁴、詐欺や他の不正行為からの収益を隠せないようにできれば一層効果的に証券法を執行でき、被害に遭った投資家に資金を返しやすくなる¹⁰⁵。

監督の支援・協力は、規制対象主体や発行体が世界中の市場で活動している状況からも必須である。

主要課題¹⁰⁶

1. 国内規制当局は、証券・デリバティブ事案に関して、自らが当該事案に独自に関心を寄せているかどうかに関係なく、銀行や証券取引の記録と顧客本人確認情報を含め、権限に基づく調査を要する外国規制当局を効果的に支援できるようにすべきである。
2. 義務的支援を含め、記録を入手する支援は、証券・デリバティブ法の遵守を確保する上で、外国規制当局に提供されるべきである。
3. 規制当局は、裁判所命令の取得を含め、権限の及ぶ限りの支援を提供できるべきである。
4. 規制当局は、監督下にある金融コングロマリットの情報を提供できるべきである。
5. 規制当局は、市場や市場参加者への効果的な規制・監督のための情報共有や支援を行えるべきである。

主要論点

1. 国内規制当局は、外国の規制当局が以下を入手する際に、効果的かつ適時な支援を提供できるか¹⁰⁷。

¹⁰⁴ 2006 年 6 月の IOSCO 代表委員会決議は、規制当局に対し、法改正などを通じて、自らまたは法域内の他の当局が外国規制当局を代理して、疑わしいまたは確証のある国際証券不正から得た資産を凍結し、それによって犯罪者が不当利得の恩恵を受けられないようにできるメカニズムを運用し、発展に努める法的枠組みを研究するように奨励している。

¹⁰⁵ *Measures Available on a Cross-Border Basis to Protect Interests and Assets of Defrauded Investors*、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD55.pdf>。

¹⁰⁶ *Principles of Memoranda of Understanding*、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

¹⁰⁷ 『記録管理に関する決議』、上記。IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。この問いは、ある所管当局が、他の国内所管当局がもともと持っていた情報を含め、あらゆる必要な情報を外国のカウンターパートと共有する権限を持つ場合、肯定的に回答し得る。原則 10 も参照されたい。

協力に関する原則

- (a) 取引に関連した銀行・証券口座に出入りする資金や資産のすべての移動に関する記録を含め、あらゆる証券・デリバティブ取引を十分再現できる同時作成記録（contemporaneous records）
 - (b) 以下を特定する証券・デリバティブ取引記録
 - (i) 顧客
 - (1) 口座名義人の氏名
 - (2) 取引業務を許可された者
 - (ii) 購入または売却の数量
 - (iii) 取引時刻
 - (iv) 取引価格
 - (v) 取引を処理した個人、銀行、ブローカー、証券会社
 - (c) 当該法域で組織された非自然人を実質的に所有または支配する者を特定する、当該法域内にある情報¹⁰⁸
2. 国内規制当局は、外国規制当局に対し、以下に関連する法律や規制の遵守を確保する上で、効果的かつ適時な支援を提供できるか。
- (a) インサイダー取引、相場操縦、重要情報の虚偽表示、証券・デリバティブ関連の他の詐欺的または操縦的な慣行（勧誘慣行、投資家の資金や顧客注文の取り扱いを含む）
 - (b) 証券およびデリバティブの登録・発行・売り出し・売却、それに関連する報告義務¹⁰⁹
 - (c) 市場仲介者（免許または登録を義務づけられる投資顧問・取引顧問を含む）、CIS、ブローカー、ディーラー、名義書換代理人
 - (d) 市場、取引所、清算・決済機関
3. 国内規制当局は、自らが当該事案に独自に関心を寄せているかどうかに関係なく、国内法および規制に従い、外国規制当局に効果的かつ適時な支援を提供できるか¹¹⁰。
4. 国内規制当局は、外国規制当局に対し、法域内の規制プロセス¹¹¹で情報入手する上で、効果的かつ適時な支援を提供できるか。

¹⁰⁸ 『記録管理に関する決議』、上記、および IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

¹⁰⁹ 『記録管理に関する決議』、上記、および IOSCO マルチ MOU、上記も参照されたい。

¹¹⁰ Principles of Memoranda of Understanding、上記； IOSCO マルチ MOU、上記。

¹¹¹ 「規制プロセス」とは、免許手続きや監査手続きなど、執行に関連する可能性のある公式のプロセスをいう。

協力に関する原則

5. 国内規制当局は、以下を必要とするまたは要請する外国規制当局に、効果的かつ適時な支援を提供できるか。
 - (a) 文書の作成
 - (b) 人の陳述書または、可能であれば、宣誓の上での証言の録取¹¹²
6. 国内規制当局は、外国規制当局に対し、裁判所命令（できれば、例えば緊急の差止命令）を取得する上で、効果的かつ適時な支援を提供できるか¹¹³。
7. 国内規制当局は、外国規制当局に対し、監督下の金融コングロマリットの情報に関する効果的かつ適時な支援、より正確には例えば以下に関する支援を提供できるか。
 - (a) 金融コングロマリットの構造
 - (b) コングロマリットのグループの自己資本規制
 - (c) グループ内の企業への投資
 - (d) グループ内のエクスポージャーとグループ全体のエクスポージャー
 - (e) 株主との関係
 - (f) 経営責任および規制対象主体の支配¹¹⁴
8. 規制当局が主要論点 1 に示された情報を直接入手できない場合、規制当局は他の国内当局からその情報を入手し、要請した規制当局とその情報を共有できるか¹¹⁵。
9. 要請した当局は、IOSCO マルチ MOU 第 10 条 (a) 項に基づいて示された目的のため、国内当局から提供された情報を用いることができるか。

注釈

評価者はこの原則を評価する際、規制当局が外国規制当局の必要な情報を収集する適切な権限を持つかどうかを評価するため、原則 10、11、12 を参照すべきである。

差止命令や他の救済（資産凍結など）については、認められるなら、規制当局が他の当局の支援を要するだろうと解される。かかる裁判所命令の取得を支援する権限は、認められない場合は完全実施の区分を得る上で必要ないが、実際は支援が許容される場合、協力しなければ一部実施の区分になる可能性がある。

¹¹² IOSCO マルチ MOU、上記を参照されたい。

¹¹³ 規制当局は、文書作成を強制できるべきである。

¹¹⁴ Principles of Memoranda of Understanding、上記を参照されたい。

¹¹⁵ IOSCO マルチ MOU 第 10 条 (a) 項を参照されたい。

協力に関する原則

規制当局は、記録、ログ、または他の支援の証拠を提出し、支援や協力の取り組みの適時性を証明できるようにすべきである。

規制当局はまた、受理した支援要請の種類や、各要請で求められた支援の種類に関する証拠を提出し、さらに規制当局が成功した実質的な対応の例を提出すべきである。規制当局はまた、協力を断った例があれば情報を提供し、拒否の正当理由を示すべきである。

国際支援の形式には、以下が含まれよう¹¹⁶。

- 例えば、免許保有者、上場企業、株主、実質株主、または免許保有者もしくは企業を支配する者について、公開または非公開情報の入手の支援
- 銀行、証券取引または他の記録の入手の支援
- 調査対象の情報を持つ可能性のある者からの自主的協力獲得の支援
- 調査報告の提供による支援
- リスク分析評価や、市場と投資家に対する隠れたリスクの特定、評価、緩和を支える情報を提供する支援
- 市場参加者の調査または訪問における支援
- 情報入手または文書の強制（少なくとも自主的な証言または陳述書）による支援
- 法域内の規制プロセスにおける情報の提供、または裁判所命令（例えば、緊急の差止命令）の入手における支援¹¹⁷

金融コングロマリットの監督に用いられる特定の手続きは、営業地の国内法を反映しなければならない。当局間で関連する規制責任の分担が継続され得る可能性を考慮しなければならない。それでも、緊密化な監督協力を要する事案として、考慮すべき一般的問題を特定するのは可能である。

- 金融コングロマリットの構造
- コングロマリットのグループの自己資本規制¹¹⁸
- グループ内の企業への投資
- グループ内のエクスポージャーおよびグループ全体のエクスポージャー¹¹⁹

¹¹⁶ *Report on Issues Raised for Securities and Futures Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions*、IOSCO 専門委員会報告書、1994 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD41.pdf>.

¹¹⁷ *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>.

¹¹⁸ 全般に以下を参照されたい。*Risk Concentration Principles*、合同フォーラム報告書、1999 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD102.pdf>.

協力に関する原則

- 株主との関係
- 経営責任と規制対象主体の支配

デリバティブが特にこのセクションで明記されているのは、一部の法域で、証券に関する情報共有は可能だが、一定のデリバティブ取引に関しては不可能だからである。評価者は、それが該当するときは、その点を明確にすべきである。

個別の支援を提供する権限が存在しない場合、評価者は、規制当局が追加の権限を求める取り組みを進めているか、または協力する能力を強化する他の措置を講じているかどうかを調べるべきである。当局が銀行記録などの一定情報の入手に裁判所命令を要する状況では、この目的のため適時に裁判所命令を入手できないことは、当局が協力できないことを示唆し得る。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 7 に関するものを除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

規制当局は列挙されたタイプの情報の一部のみ提供でき、この制約は、監督や監視の対象主体の情報を提供できることに影響しない。ただし、当局が権限の範囲内で支援策を講じ、支援が適時でなくて断られたのに等しい事態にならないのを条件とする。

一部実施

問 6、7 (a)、7 (b)、7 (c)、7 (d)、7 (e) および 7 (f) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。ただし、当局が権限の範囲内で支援策を講じ、支援が適時でなくて断られたのに等しい事態にならないのを条件とする。

不実施

問 1 (a)、1 (b)、1 (c)、2 (a)、2 (b)、2 (c)、2 (d)、3、4 または 5 (a)、5 (b)、8 および 9 の 1 つ以上に肯定的に回答できないか、支援がなされない、もしくは適時でなく、断られたのに等しい事態になる。

¹¹⁹ 全般に以下を参照されたい。Intra-Group Transactions and Exposures Principles、合同フォーラム報告書、1999 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD101.pdf>。

E. 発行体に関する原則

1. 前文

これらの原則は、投資家が証券に投資するときおよび継続的に、発行体が投資家に開示すべき情報に関するものである。

原則は以下の形で、証券規制の目的を支えることを目指している。

- 発行体、証券投資のリスク、より良い投資判断を支える他の事項に関して、投資家向けの情報提供を発行体に義務づけることで、投資家保護を強化する。
- 正確で関連性のある情報を投資家と市場に与えることにより、公正で、秩序だち、効率的で透明な市場の作用を支援する。
- システミックリスクの削減を支援する。システミックリスクは、市場の透明性を高めることで投資家の信頼の影響を受けるだろう。

原則 16、17、18 は、密接な相互関係がある。原則 16 はもっぱら、金融情報や非金融情報の完全・適時・正確な開示に焦点を当てるが、原則 17 と 18 の目的でも、同じ質の開示が不可欠である。例えば、原則 17 で扱われる議決や支配権変更の取引に関連して、完全・適時・正確な開示がなければ、同原則に基づき、証券保有者が公正かつ公平に扱われていると結論付けることはできないだろう。同様に、会計基準が適用される財務諸表に、完全かつ正確な開示が反映されていなければ、原則 18 に基づき、会計基準が高度かつ国際的に受け入れられる水準にあると結論付けるのは不可能だろう。また、目論見書、上場書類、年次報告書で必要な監査済み財務諸表について、高度かつ国際的に受け入れられる水準の会計基準が財務諸表に適用されない場合、原則 16 に基づく完全・適時・正確な開示または原則 17 に基づく株主への完全な開示を反映していると結論付けることはできないだろう。

原則 16、17、18 が、投資家保護、公正で秩序だった効率的かつ透明な市場、システミックリスクの緩和の諸目的を達成するように実施されていると判定するには、法域の全般的な法的枠組みや、証券規制を補完する法律を検討する必要もあるだろう。添付資料 1 は、契約法、破産法、会社法など、法的枠組みの一角を成すであろう補完的な法を示している。

最後に、原則 16、17、18 の評価は、CIS に関する原則 26 の実施を評価するためにも欠かせない。

2. 範囲

原則 16 および 18 は、証券の「公募」を行う発行体や、証券を「上場および／または公開している」発行体への適用を意図している¹²⁰。原則 17 は、既に証券を上場、公募、公開している企業に適用する趣旨である。

大半の法域は公募を切り離して規制し、非公開引き受けの規制面の負担を減らしつつ、公衆の全体的な保護を確保している。公開取引を構成するものの基準にばらつきがあるように、公開公募となるものに関する定義は、ばらつきがある。

「発行体」の語は、自分の証券を募集にかけるまたは売り出すあらゆる主体や人が含まれると、広く解すべきである。国債の発行や、法律によって設立され、法定義務に即して公的機能を果たしたり公共サービスを行う主体が、政府保証を受けて起債する場合は、原則は適用されない。

ただし、評価者はこれら原則の実施を評価する際、「公開取引」や「公募」の語が原則で定義されていない点に留意すべきである。そのため、3 原則が適用される発行体や取引の領域（universe）は、法域間でばらつくと予測し得る。評価者は、公募を構成するものに関して、法域の法と自分の判断をすり替えようとすべきでなく、どの公募が法の対象になっているかを示すべきである。これは、これらの原則を適用できる範囲に影響する可能性がある¹²¹。

原則を適用すべき「公開」証券を構成するものについては、流通市場に関する原則が、有益な指針を与える。同原則は、流通市場の概念が伝統的に組織された取引所に限らず、規制されたさまざまな形態の「場外（off-exchange）」市場システム（株式や債券だけでなく、オプションや一定のデリバティブも取引する）も含む趣旨だと示している。しかしこのセクションはもっぱら、その中で定義されたとおり、認可された取引所や規制された取引システムに向けられている。個別の流通市場に適した規制は、市場や市場参加者の性質に左右される¹²²。

¹²⁰ これらの原則は、私募に適用されない。ただし、私募で売り出されたが、投資家が市場に再販する場合は除く。

¹²¹ 原則 1。

¹²² 市場仲介者に関する原則、原則 29–32 を参照されたい。

発行体に関する原則

原則 16、17、18 が主に発行体の開示や報告の義務を定めていること、投資家保護が原則の目的であること、認可された取引所や規制された取引システムの目的¹²³が、公正性¹²⁴、効率性、透明性¹²⁵にあることを念頭に置いた上で、評価者は、法域内の取引所や取引システムについて、原則 33 から 38 の規制を受ける取引所や取引システムであると見なされ、企業の株式や社債の取引サービスを個人投資家に提供する取引所や取引システムを見極めるべきである。原則 16、17、18 の実施は、認可された取引所および規制された取引システムで、証券を上場および／または取引している発行体に関して評価されるべきである¹²⁶。

この指針があっても、評価者は、個別市場で公開取引されている証券に関して、原則 16、17、18 が実施されているかどうかを評価する際、判断力を働かせなければならないだろう。

より明確にするため、これらの原則は、以下の態様で以下の種類の証券に適用される¹²⁷。

- 原則 16 と 18 は、株式と債券（国債や、法律によって設立され、法定義務に即して公的機能を果たしたり公共サービスを行う主体の債券を除く）の発行に適用され、公開取引される資産担保証券¹²⁸や仕組金融商品（structured financial product）、証券の形のデリバティブも含まれる。ソブリン債の発行には適用されない。
- 原則 17 は、株式にのみ適用される。
- 原則 16 から 18 は、既存の証券保有者に対する割当増資にも適用される¹²⁹。

¹²³ 原則 33 を参照されたい。

¹²⁴ 原則 34 を参照されたい。

¹²⁵ 原則 35 を参照されたい。

¹²⁶ 原則 16–18 の上場文書への言及は、認可された取引所、または該当するときは規制された取引システムに、証券が上場されている場合のみ適用される。

¹²⁷ 原則が適用される証券のリストは、すべて網羅する趣旨ではない。

¹²⁸ *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*（IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>）は、資産担保証券（4 ページ）を「別の債権プールのキャッシュフローや他の金融資産によって償還される証券で、条件に従い、それらを確定期間内のキャッシュに転換するもので、とりわけ RMBS（住宅ローン担保証券）や CMBS（商業不動産担保証券）などをいう」と定義する。これらの原則は、「アクティブ運用されている資産プールを担保とした証券（例えば投資会社が発行する一部の証券）や、条件により、キャッシュに転換されない資産を含む証券（例えば債務担保証券）」への適用は意図していない。

¹²⁹ 『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>、9–10 ページ。

発行体に関する原則

公募、上場、公開取引されている証券が、デリバティブ（例えば、他の金融商品を基準に価格が決まる）の性格を持つ場合、これらの原則は、当該証券の発行体に適用される。

原則は、証券である仕組金融商品（極めて複雑と形容されよう）にも適用される。これら証券の原資産が抱えるリスクや、リスクが証券自体に及ぼし得る影響の十分な開示は、特に重要である。発行体の開示は、引受業者、スポンサー、オリジネーターが行うチェック、評価、義務、リスク慣行や、資産プールのパフォーマンスも含むべきである¹³⁰。

ただし、通貨、貴金属、実需の商品市場などの他市場〔の発行体〕には、証券仲介者がそうした市場の顧客と取引する分を除き、原則が適用されない。

評価者は、「公募」を行う発行体の規制の枠組みを評価する際、広告内容、および発行体、売出し、上場、定期報告・重要事象の報告、買付け、または公募・公開取引される証券の保有に伴う支配権変更もしくは持分の変更に関する情報をめぐる義務を考慮すべきである。

また評価者は原則 16、17、18 の実施を評価する際、開示・報告義務の根拠が必ずしも証券法や証券規制にとどまらない点を認識すべきである。例えば、一部の法域では、適時な開示などの義務が、市場の上場規則によって課せられる。そのような状況では、規制当局の適切な監督が存在すべきである。評価者は同原則の実施を評価する際、発行体、発行される証券、発行市場の投資家の性質に合わせて規制要件が調整され得ることも認識すべきである。

最後に、評価者は、法域の流通市場や公開取引される証券が、国際上場および／または取引行為の対象となる、またはその現実的候補となる範囲を判定すべきである。一部の主要論点で、重要性に影響を与え得るからである¹³¹。

一般に、発行体規制の適切な枠組みには、妥当な会社法、会計法、商法、契約法が含まれる。評価者は法的枠組みを伝えられるべきだが、総じて、証券特有でない法の個別目的は、このセクションの主要課題、主要論点、ベンチマークで明確に取り上げる。

¹³⁰ IOSCO の *Interim guidance on the Revision to the Objectives and Principles of Securities Regulation* 、2010 年 6 月。

¹³¹ 原則 16、主要論点 9。原則 17、主要論点 6 も参照されたい。また、原則 18、主要論点 7 以下も参照されたい。

3. 原則16～18

原則 16 財務状況、リスク及び投資家の判断にとって重要なその他の情報は、完全、正確かつ適時に開示されるべきである。

発行体は、情報を踏まえた投資判断を継続的に行うのに必要な、信頼できる最新情報を投資家に開示すべきである。投資判断にとって重要な信頼できる最新情報を完全・適時・正確に開示する原則は、投資家保護や、公正、効率的、透明な市場の目的に直接関わる¹³²。

この原則は、財務面と非財務面の両方の開示のほか、投資家の判断にとって重要なリスクの開示で、十分性、正確性、適時性を検討する必要がある。これらの開示は、特定の取引、定期報告、重要事象の進行中の開示や報告に関係するだろう。

この原則は、発行体に関する原則の「範囲」で定義したとおり、証券の発行体に適用される。

この原則で述べた開示義務は、発行体自身のほか、企業の取締役や経営陣、参加引受業者、大株主、証券発行で重要な役割を担う他の当事者など、他者を含むところまで広がり得る¹³³。他者が関連する義務を負う場合、本文で明確にされるだろう。

主要課題

完全な開示

1. 規制の枠組みは、リスク、財務状況、および投資家が情報を踏まえて継続的に投資判断するのに重要な他の情報について、完全、適時、正確な開示を確保すべきである。

¹³² *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, IOSCO 専門委員会ステートメント、2002年10月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>。以下も参照されたい。*Insider Trading – How Jurisdictions Regulate it*, IOSCO 新興市場委員会報告書、2003年5月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>。

¹³³ *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010年4月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>、9ページ、原則 III。以下も参照されたい。『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998年9月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>；および *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007年3月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>。

2. 開示の規則は、以下に関する規則を含むべきである（挙げたのは例にすぎない）¹³⁴。
- (a) 証券の公募売り出しに適用される条件
 - (b) 目論見書、上場明細書または売出に関する他の文書の内容と配布
 - (c) 売り出しにあたって作成された補完的文書
 - (d) 証券の売り出しに関連した広告

¹³⁴ *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1990*、IOSCO 報告書、1991 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD16.pdf>; *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1992*、IOSCO 報告書、1994 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD38.pdf>; *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1994*、IOSCO 報告書、1996 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD61.pdf>; *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1996*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月。以下も参照されたい。*Report on Disclosure Requirements*、IOSCO 開発委員会（現在は新興市場委員会）報告書、1992 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD24.pdf>; *Report on Disclosure*、IOSCO 新興市場委員会報告書、1993 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD32.pdf>; *Report on Disclosure and Accounting*、IOSCO 専門委員会報告書、1994 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD39.pdf>; and *Reporting of Material Events in Emerging Markets*、IOSCO 新興市場委員会報告書、1996 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD62.pdf>。以下も参照されたい。『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems*、IOSCO 専門委員会報告書、2001 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>; *Resolution on IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers*、IOSCO 代表委員会決議、1998 年 9 月；*Resolution on IASC Standards*、IOSCO 代表委員会決議、2000 年 5 月および *General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD141.pdf>; *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate it*、IOSCO 新興市場委員会報告書、2003 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>; *Statement on the Development and Use of International Financial Reporting Standards*、IOSCO 専門委員会報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD182.pdf> および *International Disclosure Principles for Cross Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*、IOSCO 専門委員会報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>; *Statement on Providing Investors with Appropriate and Complete Information on Accounting Frameworks Used to Prepare Financial Statements*、IOSCO 専門委員会報告書、2008 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD262.pdf> および *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>。

- (e) 発行体に大きな利害を持つ者の情報¹³⁵
- (f) 発行体の支配を目指す者に関する情報（後で詳述）
- (g) 証券の価格または価値にとって重要な情報¹³⁶
- (h) 定期報告書
- (i) 株主の議決
- (j) 重要な関連当事者との取引および発行体の取締役や経営陣が関与した取引などの取引¹³⁷
- (k) 取締役や経営陣の報酬とリスク管理慣行の定期的な情報開示¹³⁸
- (l) 売出しにとって最も重要なリスク¹³⁹

¹³⁵ *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 2 月、16－17 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>。以下も参照されたい。*Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers*、OECD との協議を経た IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、10－14 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD295.pdf>。以下も参照されたい。『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>；*Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf> および *International Disclosure Principles for Cross Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>。

¹³⁶ 株式の種類や株価に影響する他の構造的特徴が存在する場合、それらを開示すべきである。この情報には、相場を動かす情報の発表も含まれる。

¹³⁷ *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 2 月、11 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>。

¹³⁸ 「リスク管理慣行」は、報酬開示の文脈で言及される。取締役や経営陣の報酬とリスク管理慣行の情報は、投資家にとって重要である。発行体の資源をこれに費やすことで生じるインセンティブや、報酬のインセンティブが投資家の利益に整合するかどうか、パフォーマンスがどのようにして、株主のため生み出されるリターンを指向するようになるのかを評価できる。この評価は特に、最も重要な報酬制度設計の特徴を開示して促進できる。これには、この特徴がパフォーマンスに対し、さらには適宜リスクに対して、どのように結びつくかが含まれる。以下を参照されたい。*Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 2 月、11－13 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>。

¹³⁹ *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、32 ページの原則 XI、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>；『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> および *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>。

発行体に関する原則

一般的開示

3. 個別の開示義務は、一般的な開示義務で補強すべきである。

開示の十分性、正確性、適時性および説明責任

4. 開示は、正確で、十分に明確かつ包括的で、適度に個別かつ適時であるべきである¹⁴⁰。
5. 規制は、情報内容に対して適切に責任が果たされ、状況に応じて、発行体、引受業者、プロモーター、取締役、発行体の許可担当者、文書中に名前を出すのに同意した専門家や助言を与えた顧問が、開示責任者に含まれ得るように確保すべきである。

例外

6. 完全かつ適時な開示の例外が許される状況は、限定されるべきであり、かかる状況に適用される予防措置は明確にすべきである。

主要論点

完全な開示

1. 規制の枠組みは、以下に適用される、明確で、包括的で、適度に個別的な開示義務を設けているか。
 - (a) 公募（証券の公募に適用される条件を含む）、目論見書や他の文書（関連性がある場合は、短いプロフィールや案内文書）の内容と配布、売り出しにあたって作成された補完的文書¹⁴¹

¹⁴⁰ *International Equity Offers*、IOSCO 報告書、1989 年 9 月、7－8 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD2.pdf>; *Comparative Analysis of Disclosure Regimes*、IOSCO 専門委員会報告書、1991 年 9 月；および *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、5－6 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>。以下も参照されたい。*Securities Activity on the Internet*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月（特に重要な勧告 5 および本文）、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>; *Securities Activity on the Internet II*、IOSCO 報告書、2001 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD120.pdf>; *Report on Securities Activity on the Internet III*、IOSCO 報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>; *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 3 月、3－4 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>; および *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>。

¹⁴¹ 「条件」の語は、売り出しや取引の条件に関する制限や規定を指す。

発行体に関する原則

- (b) 年次報告書
 - (c) 他の定期報告
 - (d) 株主の議決
 - (e) 目論見書以外の公募の広告
2. 規制の枠組みは、以下について、正確で、十分明確で包括的、適度に個別的で適時な開示を義務づけているか。
- (a) 証券の価格や価値にとって重要な事象
 - (b) 当該証券への投資の最も重要なリスク¹⁴²
 - (c) 発行体やその活動に関する重要な関連情報
3. 規制の枠組みは以下を義務づけているか。
- (a) 目論見書、上場書類、年次および他の定期報告書で、ならびに該当する場合は株主の議決において、義務づけられた財務情報などの開示。投資家の役に立つように、十分な適時性を伴う。
 - (b) 財政状態や経営成績に関する定期情報（短信もあり得る）。投資家が公開で入手できるようにする。
 - (c) 公募の目論見書に掲載された監査済み財務諸表が最新でない場合に、適切な対策を取る（例えば、直近の監査前の財務諸表を提示）。

一般的開示

4. 個別の開示義務に加え、すべての重要情報、または開示が誤解を招かないために必要な全情報を開示する一般的義務はあるか。

開示の十分性、正確性、適時性および説明責任

5. 規制当局には、義務づけられた開示の十分性、正確性、適時性への懸念に対処する策があるか（例えば、審査、認証¹⁴³、裏付けの文書化、制裁）。
6. 規制は、発行体や発行プロセスの他の関与者（引受業者、取締役、許可担当者、プロモーター、専門家やアドバイザーなど）が、作成した開示内容に責任を負うように確保しているか。

例外

¹⁴² 脚注 16 を参照されたい。

¹⁴³ 「認証」は一般に、財務諸表の内部監査に関連して用いられるが、ここに挙げたのは例示する趣旨であって、認証が他の認証を指す可能性もある。

発行体に関する原則

7. 開示を省略または遅延できる状況は、営業秘密、類似の機密情報、または他の妥当なビジネス目的（例えば未決着の交渉）に限定されているか。
8. 開示の例外がある場合、規制は、以下を認めることで、完全かつ適時な開示の目的達成を十分に定めているか¹⁴⁴。
 - (a) 取引の一時停止
 - (b) 優位な情報を持つ者の取引の規制または制裁

国際的な問題

9. 外国発行体の公募や上場が法域内で重要な場合、外国発行体の株式・債券の公募や上場に関する当該法域の開示義務は、(i) 外国発行体の国際公募および新規上場、(ii) 外国発行体の債券の国際公募および上場について、IOSCOの国際開示基準に適合しているか¹⁴⁵。

注釈

法域の開示の枠組みに関して、主要論点は、開示を義務づけられた情報が十分に明確、包括的、適度に適時かつ個別のかどうかだけでなく、投資家が投資や議決の判断をするため、かかる情報を利用したい状況のときに開示されるかどうか、評価者が考慮すべきと考えている。例えば評価者は、開示義務のある文書でない「勧誘」広告などの販売慣行により、投資家が開示義務のある文書を当てにしなくなる可能性があるときに、規制制度が対処しているかどうかを考慮すべきである。

主要論点 2 で完全な開示を構成し得るものに関して、個別的な開示には、投資家が情報を踏まえて投資判断を下せることにつながる情報の重要部分が含まれると想定する。この情報は、当該証券に投資するときの最重要なリスク群を取り上げるべきである¹⁴⁶。発行体に関する重要情報は、以下に関する情報を盛り込むべきである。

- 発行体の一定の重要証券の保有者など、発行体に重要な利害を持つ者

¹⁴⁴ 相場を動かす情報の場合。

¹⁴⁵ 『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; および *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>。

¹⁴⁶ *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、33 ページの原則 XI、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>。以下も参照されたい。『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、IOSCO 報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>。

発行体に関する原則

- 発行体の支配を目指す者
- 発行体の取締役や経営陣が関与する取引を含め、重要な関連当事者取引
- 取締役や経営陣の報酬、リスク管理慣行

評価者は、証券であるデリバティブに関して、その証券の個別の特徴（ギアリングすなわちレバレッジについての関連リスクなど）を踏まえて、主要論点 2 の実施を評価すべきである。

主要論点 2 で上場資産担保証券の売り出しおよび上場の包括的および個別的開示義務を構成し得るものに関して、評価者は、発行体（または下記に指定されているサービス提供者）が以下を行うように義務づけられているかどうかを検討すべきである。

- 取引に関与した全当事者の身元と、重要な当事者の役割と責任の開示¹⁴⁷
- 原資産プールについて、引受業者、スポンサーおよび／またはオリジネーターが行ったすべてのチェックおよび評価、ならびにリスク評価実務の開示¹⁴⁸
- 商品の満期までの間、サービス提供者は報告書を見直し、維持する¹⁴⁹
- 原資産プールのパフォーマンスに関する初期および継続的な情報¹⁵⁰、資産プールの構成と特徴¹⁵¹、プール資産の重要な債務者に関する詳細¹⁵²、発行体に対する直接・間接の債務者の信用力¹⁵³への提示
- 取引の構造¹⁵⁴、信用補完¹⁵⁵、デリバティブの活用¹⁵⁶の開示

¹⁴⁷ 同書、原則 II および III。

¹⁴⁸ *Unregulated Financial Markets and Products*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 9 月、勧告#1.2、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>。

¹⁴⁹ 同書、勧告#1.4。

¹⁵⁰ 以下を参照されたい。*Unregulated Financial Markets and Products*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 9 月、勧告 #2.1、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf> および *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、原則 IV、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>。

¹⁵¹ 同書、原則 V。

¹⁵² 同書、原則 VI。

¹⁵³ *Unregulated Financial Markets and Products*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 9 月、勧告#2.1、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>。

¹⁵⁴ *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 4 月、原則 VIII、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>。

¹⁵⁵ 同書、原則 IX。

¹⁵⁶ 同書、原則 X。

発行体に関する原則

- 当該証券が取引されているまたは取引される方針のすべての取引所および規制対象市場¹⁵⁷の開示

主要論点 2 の目的において「適時な開示」を構成し得るものに関して、IOSCO 専門委員会が発表した『上場企業の継続開示および重要事項の報告に関する原則』は、上場企業は継続情報を適時開示することと定めており、重要事項の開示について、即時開示を義務づける可能性があるが、この語は「できる限り速やかに」、迅速に、所定の期限を最長と定めてと定義できよう¹⁵⁸。

これらの原則は、原則継続義務アプローチ（general ongoing obligation approach）に基づき、開示に遅れが生じる可能性があり、一部の法域では情報が次の場合、遅れが認められ得ることを示している。

- 法律のため機密となっている。
- 決着していない提案や交渉に関係する、または個別情報の開示が、当該企業の投資家の適法な利益を損なう。このような場合、上場企業は情報の厳秘を保たなければならない¹⁵⁹。

これらの原則は、原則継続義務アプローチ（general ongoing obligation approach）に基づき、開示に遅れが生じる可能性があり、一部の法域では情報が次の場合、遅れが認められ得ることを示している。

主要論点 3 (b) の定期財務情報の適切な開示を構成し得るものに関して、定期財務情報の開示の頻度やタイミングの慣行は、法域によって異なる。定期財務情報が少なくとも半年ごとに入手できれば、主要論点 3 (b) の肯定的回答は正当化される。

主要論点 4 の一般的開示を構成し得るものに関して、一般開示義務は、個別の証券や発行体に関連する全重要情報を開示する必要があると定めている。一般開示義務の別の考え方は、誤解を招く開示とならないために必要な全重要情報の開示を義務づけることである¹⁶⁰。

¹⁵⁷ 同書、原則 XII。

¹⁵⁸ *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities for Foreign Offers*、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 10 月、4－5 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>。

¹⁵⁹ 同書。

¹⁶⁰ 規制当局が提案された募集の質に一定の責任を負う、いわゆる「メリットベース」の規制も参照すべきである。このアプローチは総じて発展途上の市場に関連しており、情報が開示されれば分析できるであろうアナリストやアドバイザーの集団を欠いた市場では、特に有益だろう。それゆえ、これは過渡的であって、十分発達した市場には不要と、総じて見なされる。

発行体に関する原則

主要論点 6 の評価に関して、さらに状況によっては、発行体、引受業者、取締役、許可担当者、プロモーター、名前を出すのに同意した専門家およびアドバイザーが、責任を負う者に含まれ得る¹⁶¹。

主要論点 7 および 8 の例外を構成し得るものに関して、評価者は、市場が適正に機能するため、完全開示の未達の容認が必要な状況もあり得ると認識すべきである。例えば、企業秘密や未決着の交渉の開示である。市場が完全かつ適時な開示の目的から逸脱を要する限定的状況では、より完全な情報を持つ者の取引の一時停止や制限が必要だろう。そのような状況では、完全な開示がない中での取引を禁じるべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。開示の例外がない場合、問 7、8 (a)、8 (b) は、該当しないと見なすことができる。

概ね実施

問 1 (e) および 3 (c) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 1 (c)、1 (e)、3 (c)、7 (例外が認められるとき) および 9 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a)、1 (b)、1 (d)、2 (a)、2 (b)、2 (c)、3 (a)、3 (b)、4、5、6、8 (a) または 8 (b) (例外が認められるとき) の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

¹⁶¹ 発行体が導入し得る内部統制のメカニズムについて、より詳しい指針は、以下を参照されたい。*Issuer Internal Control Requirements – A Survey*、IOSCO 専門委員会および新興市場委員会の報告書、2006 年 12 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD229.pdf>。

原則 17	会社の証券の保有者は、公正かつ公平に扱われるべきである。
--------------	-------------------------------------

株主の公正かつ公平な扱い（特に、議決や支配権変更取引に関連して）の保障を求めることで、この原則は、投資家保護や公正・効率的・透明な市場を支えている。

この原則は、株主の基本的権利が保護されているか、同じ種類の株主が公平に扱われているかの評価を求める。

原則 17 は、株主の権利と公平な扱い、特に議決、株式公開買付（TOB）、および支配権の変更につながり得るまたは支配権を強化する他の取引¹⁶²に関連して、経済協力開発機構（OECD）の『コーポレート・ガバナンス原則』の原則 I および II が取り上げたのと同じ問題を多くを扱っている。

株主の公正かつ公平な扱いを保障する規制は、経営陣の証券保有や、企業の大口の実質株主を開示するように義務づけるべきである。これは一般に、情報を踏まえた投資判断に必要な情報と見なされる。

開示が義務づけられる水準は法域ごとに異なるが、一般には企業支配権として位置づけられる水準を大きく下回って定められる。支配権行使が見込まれる者には、より厳格な開示義務が適切だろう。

義務づけられる開示の性質にもばらつきがあるが、一般的には、企業の支配権変更が生じたり、予期される場合に、全面的に開示することが、開示の根底にある政策的理由付けに最も良く適うと考えられる。規制は、対象企業の株主の情報ニーズを考慮すべきである。

情報を踏まえて意思決定するのに必要な情報は、取引の性質に応じて変わるが、一般的な目的は、キャッシュによる取得提案、公開買付または株式交換の提案、企業結合、民営化に当てはまる。

総じて上記の状況では、企業の株主が次のとおりであるように義務づけられる。

- ある者が企業の相当な持分を取得する提案について、検討するための妥当な時間を得る。
- ある者が企業の相当な持分を取得する提案の利点を評価できるだけの十分な情報を得る。
- ある者が企業の相当な持分を取得する提案に基づき、株主に生じる利益について、実行可能な限り、妥当かつ公平な参加の機会を得る。
- 提案に関して公正かつ公平な扱いを受ける（特に少数株主）。

¹⁶² 株式公開買付のほかに、自社株買いも含まれ得る。

発行体に関する原則

- 提案に関する勧告に応えることで、または勧告することで、取引当事者の取締役の扱いや行動、取締役が誠実に行動しないことによる不当な不利益を受けない。

原則 16 と 17 の関係は、多少説明を要する。原則 16 は、企業支配権の変更に関する適時な開示が投資家に確実に与えられるように努めるのに対し（主要論点 2 の注釈に示したとおり）、原則 17 は、支配権変更を伴う取引に関する十分かつ適時な情報が、株主に確実に与えられ、彼らが取引に関して権利を行使できることを狙うものである。

主要課題

株主の権利

1. 株主の基本的権利は次のとおり。
 - (a) 所有権を文書化¹⁶³ および譲渡する権利
 - (b) 情報を踏まえた上で議決に参加する権利（議決権付き証券の場合）
 - (c) 配当および他の分配を公平に受ける権利（清算が宣告された場合は、清算後の分配も含まれる）
 - (d) 株式に付随する権利の条件の変更を拒否する権利
 - (e) ある者が企業の相当な持分を取得する提案を行った場合、実行可能な限り、株主に生じる利益を妥当かつ公平に享受する機会を得る権利
 - (f) 法律違反となった経営陣の関与または監督について、企業行動に対する説明責任を経営陣に負わせる権利
 - (g) 1 (e) に述べられた提案や、企業の経営破綻または破産などに関して、公正かつ公平な扱いを受ける権利（特に少数株主の扱い）

支配

2. 株主の公正かつ公平な扱いを保障するため、規制は、以下の開示を義務づけるべきである。
 - (a) 支配権の変更、所定の水準を超える大量の株式保有、支配権の変更および所定の水準を超える大量の株式保有につながるまたはつながり得る取引
 - (b) 株式公開買付、敵対的買収、および支配権変更の実現を意図した、または潜在的に支配権が変更される、または支配権が強化され得る他の取引に関して、情報を踏まえた意思決定に必要な情報

¹⁶³ 登記または完成。

- (c) 取締役および経営陣の株式保有¹⁶⁴
- (d) 企業の大口の実質株主の株式保有

主要論点

株主の権利

1. 規制や法律の枠組みは、以下に関して、株主の権利や公平な扱いに対応しているか。
 - (a) 議決
 - (i) 取締役の選任
 - (ii) 証券の条件に影響する企業の変化
 - (iii) 他の根本的な企業の変化
 - (b) 株主総会や議決の適時な通知
 - (c) 実質株主が委任状や議決権行使の指示を円滑に出せる手続き
 - (d) 株主名簿への登載（記名株式の場合）と株式の譲渡
 - (e) 配当および他の分配の受取り（宣言された場合）
 - (f) 以下を伴う取引
 - (i) 株式公開買付
 - (ii) 他の支配権変更取引
 - (g) 法律違反となった関与または監督について、会社、取締役、経営陣に説明責任を負わせること
 - (h) 会社の破産または経営破綻¹⁶⁵
2. 株主の議決全般および問 1 (a) (iii)、1 (f) (i)、1 (f) (ii) で個別に挙げられた取引との関連で、投資判断および議決にとって重要な全情報が、完全に開示されているか。

支配

3. 問 1(f)(i)および 1(f)(ii)で挙げられた取引に関して、証券の当該種類の株主のうち、提案の影響を受ける者は、次の項目に該当するか。

¹⁶⁴ 注記の定義を参照されたい。

¹⁶⁵ これは上場証券の価値に影響するだろう。株主は、清算または破綻が起きたら、判断して権利を行使できるべきである。

発行体に関する原則

- (a) 提案を検討する妥当な時間が与えられている。
- (b) 提案の利点を評価できるだけの十分な情報が与えられている。
- (c) 提案に基づき株主に生じる利益について、実行可能な限り、妥当かつ公平に利益を享受する機会が与えられている。
- (d) 提案に関して、公正かつ公平な扱いを受けている（特に少数株主）。
- (e) 提案に関する勧告に応えることで、または勧告することで、取引当事者の取締役の扱いや行動、取締役が誠実に行動しないことによる不当な不利を受けない。

4. 議決権付き証券の大量保有に関して

- (a) 企業の大口（支配権を握る水準は相当下回る）の実質株主に関する身元および保有高の情報は、以下において、適時開示が義務づけられているか。
 - (i) 株式公開および上場の明細書にて
 - (ii) 開示義務が生じる保有高の水準に達したとき
 - (iii) 少なくとも年1回（例えば、発行体の年次報告書の中で）
- (b) そのような持分の重要な変更および他の必要な情報は、適時開示が義務づけられているか。
- (c) 2人以上の者について、各自の実質株式保有は開示せずに済むかもしれないが、協調して行動している場合に、開示義務の適用は可能か。

5. 取締役および経営陣の議決権付き証券の保有に関して、

- (a) 企業の実質株式の保有および実質株式保有の大幅な変更に関する情報は、適時開示が義務づけられているか。
- (b) そのような情報は、以下において入手可能か。
 - (i) 株式公開および上場の明細書にて
 - (ii) 少なくとも年1回（例えば、発行体の年次報告書の中で）
- (c) これら義務の強制や遵守を確保する法的インフラは十分か。

国際的な問題

6. 外国発行体の公募や上場が、法域にとって重要な場合、当該法域は、外国発行体の公募や上場の明細書の中で、ガバナンス規定や、株主の公正かつ公平な扱いに大きく影響し得る外国発行体の法域関連情報の開示を義務づけているか¹⁶⁶。

注釈

原則が取り上げた問題に関する懸念は、多数株主と少数株主の潜在的に異なる扱いや、株式公開買付または株主権が影響を受ける他の支配権変更取引に関連して生じることが多い。

主要課題 1 は、保護されるべき株主の基本的権利を示す。コーポレート・ガバナンスは、一般法、認可された取引所や規制された取引システムの規則、行動規範、証券法規で扱われるだろう¹⁶⁷。

「取締役および経営陣」の語には、(a) 当該企業の取締役、(b) 管理、監督または経営機関のメンバー、(c) 上記職責のいずれかを務めるように選任された者が含まれる。「管理、監督または経営機関」の語の対象者は、国によって異なるが、開示基準を遵守する目的において、ホスト国が決定する¹⁶⁸。

主要論点 4 (a) (i)、4 (a) (ii)、4 (a) (iii) および 4 (b) について、開示義務のある大量保有が成り立つ基準（例えば 5%や 10%）や適時性（例えば 7 日もしくは 10 日以内、または同営業日以内）、開示の頻度、大量保有の変更の基準やその開示の頻度・適時性に関する慣行は、法域によって異なる。しかしそのような開示が、現実のまたは提案された支配権変更取引を伴うとき、そのような状況の適時な開示についての指針は、原則 16 の注釈を見るのが適切である。

主要論点 4 (a) (i)、(4) (a) (ii)、4 (a) (iii)、5 (b) (i) および 5 (b) (ii) について、求められる保有高開示の適時性は、情報の入った文書の提出の適時性および／または一般に入手できることに当然影響される。しかし評価者は、文書で開示された保有情報の日付が、提出日および／または文書を一般に入手できるようになる日付に適度に近いかどうかも検討すべきである。

¹⁶⁶ 『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、上記、第 IX A 部、X A および B 部。

¹⁶⁷ OECD の『コーポレート・ガバナンス原則』も参照されたい。

¹⁶⁸ 『外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準』、上記。グループ内の取締役や経営陣の保有高の開示は、個々の保有高の開示の十分な代替となる。ただし、個々の取締役や経営陣の大量株式保有の別途開示に関して、主要論点 4 が該当するのを条件とする。

発行体に関する原則

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 1 (c) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 1 (b) 、 1 (c) 、 1 (g) 、 1 (h) 、 3 (e) 、 4 (a) (iii) 、 4 (c) 、 5 (b) (ii) および 6 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) (i) 、 1 (a) (ii) 、 1 (a) (iii) 、 1 (d) 、 1 (e) 、 1 (f) (i) 、 1 (f) (ii) 、 2、 3 (a) 、 3 (b) 、 3 (c) 、 3 (d) 、 4 (a) (i) 、 4 (a) (ii) 、 4 (b) 、 5 (a) 、 5 (b) (i) または 5 (c) の 1 つ以上に肯定的に答えられない。

原則 18 財務諸表を作成するため発行体によって用いられる会計基準は、高度かつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。

この原則は、投資家保護、公正・効率的・透明な市場といった目的を支えるものである。これは、財務諸表¹⁶⁹が、高度かつ国際的に受け入れられる会計基準に従って作成されるように義務づけることで機能する。こうした基準の活用は、財務諸表の提供する情報が、包括的で、整合的で、関連性があり、信頼性が高く、比較可能であることを確保するように努め、当該企業の地理的位置に関係なく、投資家が投資判断を下すのを支援する¹⁷⁰。

規制は、以下の確保を目指すべきである。

- 財務諸表が発行体によって作成されること。
- 財務諸表が、高度かつ国際的に受け入れられる水準の会計基準に従って作成されること。
- 財務諸表の作成に用いる基準を定めるのに、適切な仕組みが存在すること。基準は、議論や不確実性が存在するときに、整合的な適用を促進する権威ある適時な解釈の拠り所にできる¹⁷¹。
- 会計基準の遵守を強制する規制の枠組み¹⁷²。

この原則は、原則 16 と合わせて検討・評価すべきである。原則 16 は、投資判断にとって重要な財務情報の完全、適時、正確な開示を義務づけている。評価者は原則 16 に基づき、公募や上場の明細書、定期報告書に必要な財務諸表が、完全、正確、適時な開示の義務を十分果たしているかどうかを見極め、それから原則 18 に基づいて、その作成や検証に用いられた会計基準の質を評価すべきである。

原則 16－18 に関して、評価者は、法域内で証券の公募・上場・取引に対して支配的かつ広く適用されている一連の開示・会計義務について、メソドロジーがどう適用されるかを評価すべきである。特定の市場や限定的な市場参加者層に適用される

¹⁶⁹ 財務諸表は、財政状態、業績（経営成績とキャッシュフローを含む）および意思決定のため幅広い利用者に役立つ他の情報（企業の株式保有の変動など）を与える。

¹⁷⁰ 財務諸表は、経営陣に委託された資源についての説明責任も示す。

¹⁷¹ *Resolution on Harmonization of Accounting and Auditing Standards* (2) Resolution of the Presidents' Committee of IOSCO, November 1988. See also *Resolution on IASC Standards*、IOSCO 代表委員会決議、2000 年 5 月、; *Statement on the Development and Use of International Financial Reporting Standards*、IOSCO 専門委員会報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD182.pdf>; *Outsourcing in Financial Services*、合同フォーラム報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>。

¹⁷² *Principles for Auditor Oversight*、IOSCO 専門委員会ステートメント、2002 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>。

発行体に関する原則

特定の会計・開示義務は、この原則に関して法域がどう評価されるかを左右すべきでない。このような義務のばらつきは、例えば全体的な開示の水準、単体財務諸表と連結財務諸表、財務諸表の注記、内部統制報告と関連づけられる可能性がある。

主要課題

1. 規制は、発行体が高度かつ国際的に受け入れられる会計基準に従い、監査済み財務諸表を作成するように義務づけるべきである。高度で、国際的に受け入れられる会計基準は、情報を踏まえた意思決定のため、財務諸表の比較可能性と信頼性を高めるのに欠かせない。
2. 高度かつ国際的に受け入れられる会計基準を定め、解釈する適切な仕組みが存在すべきである。
3. この高度かつ国際的に受け入れられる会計基準は、強制可能かつ強制されているべきである。

主要論点

1. 発行体は、以下の中に監査済み財務諸表を含めるように義務づけられているか。
 - (a) 公募および上場書類¹⁷³
 - (b) 一般に入手できる年次報告書
2. 義務づけられた監査済み財務諸表は、以下を含んでいるか。
 - (a) 貸借対照表または財政状態の明細
 - (b) 経営成績の明細
 - (c) キャッシュフロー計算書
 - (d) 監査済み財務諸表もしくはその注記に含まれる、株主資本変動計算書またはそれと同等の情報
3. 公募および上場書類ならびに一般に入手できる年次報告書の中に義務づけられる財務諸表に関して、
 - (a) 会計基準全体に即して作成・提出するように義務づけられているか。
 - (b) 会計基準は、財務諸表が以下のとおりであるように要求しているか。

¹⁷³ 例えば、まだ資金を調達しておらず、証券化商品も売り出していない CIS のように、財務諸表が必要ない一定の状況はあり得る。そのような状況では、規制当局は、売出条件に関連するとみられる他の情報を義務づけることもできよう。

発行体に関する原則

- (i) 包括的である。
 - (ii) 投資家のニーズに応えることを意図している。
 - (iii) 会計基準の整合的な適用を反映している。
 - (iv) 複数の会計期間を提示されたときに、比較可能である。
- (c) 普及している会計基準は、国際的に受け入れられる水準か。
4. 例えば中間報告書や公募・上場書類の中間期財務諸表など、報告書であれ短信であれ、監査前の財務諸表が用いられる場合、提示される財務諸表は、高度かつ国際的に受け入れられる水準の会計基準に準拠しているか。
5. 会計基準に関する監督、解釈、独立性について
- (a) 規制の枠組みは、会計基準の策定と適時な解釈に責任を負う組織を与えているか。
 - (b) 「はい」の場合、組織のプロセスは開放的かつ透明か。独立した組織であっても、基準の策定や解釈のプロセスは、規制当局や公益に沿って活動する他の機関と協力して、または監督下で行われているか。
6. 会計基準の遵守を強制する仕組みはあるか。
7. 外国発行体の公募や上場が法域内で重要な場合、規制当局は、自国で証券の上場や売り出しを希望する外国企業が、高度かつ国際的に受け入れられる水準の会計基準を用いるのを許可しているか¹⁷⁴。

注釈

主要論点 3 (a) の目的で包括的と見なされるには、通期の財務諸表を作成する際の会計基準が、(a) 財務諸表作成の根拠に関する情報を示す、および (b) 基準により開示が義務づけられるが、他所で示されていない重要な情報がすべて含まれる

¹⁷⁴ 投資判断や株主の議決にとって重要な財務情報の適時かつ完全な開示については、原則 16 の議論も参照されたい。また、以下も参照されたい。Resolution on IASC Standards、IOSCO 代表委員会決議、2000 年 5 月；Statement on the Development and Use of International Reporting Standards in 2005、IOSCO 専門委員会報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD182.pdf>；International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>；および IOSCO の『国際監査基準に関する声明』、テルアビブ、2009 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/statements/pdf/statements-7.pdf>。

発行体に関する原則

ー一ことを注記する必要がある¹⁷⁵。評価者は、基準が強制されているかどうか、どのように強制されているかを判定すべきである。

主要論点 3 および主要論点 5 の一部で言及した会計基準は、法域内の組織で定められ、解釈されている基準である必要はない。一部の法域は、国際的または他の基準設定機関が定めたおよび／または解釈した基準を採用し、依拠ことを望むかもしれない。ただしそのような状況では、法域で整備された規制の枠組みが、基準の効果的な実施・強制を確保する仕組みを備えていることが不可欠である。法域の施行・強制の仕組みは、規制当局や法域内で組織された他の執行当局に依拠しなくてもよい。ただし、第三者による強制が用いられる場合、法域内の規制の枠組みは、規制当局や公益に沿って活動する他の機関が、強制プロセスを監視し、プロセスが法域内で証券を公募または市場取引させる企業を確実に拘束できるようにし、外部の監査人が法域内で業務できるように定めるのが不可欠である。

主要論点 6 に基づき、会計基準の遵守を強制する十分な仕組みが設けられているかどうかを評価する際、評価者は、財務諸表が受け入れられる基準から逸脱すれば、財務諸表を作成し直すまたは他の形で修正しなければならないとした義務を考慮してもよい。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 5 (b) および 7 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 (c) 、4、5 (b) および 7 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、1 (b) 、2 (a) 、2 (b) 、2 (d) 、3 (a) 、3 (b) 、3 (c) 、5 (a) または 6 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

¹⁷⁵

Statement on Providing Investors with Appropriate and Complete Information on Accounting Frameworks Used to Prepare Financial Statements、IOSCO 専門委員会報告書、2008 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD262.pdf>.

F. 監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

1. 前文

この原則は、投資家が投資判断をする際に依拠するであろう情報に関係する。総じて発行体自身が作成しない情報が関わる点で、発行体に関する原則と異なる。現代の金融市場では、投資家が投資判断を下すのを支援するため、発行体や証券を分析し、評価し、保証を提供する主体が存在する。

IOSCO 原則においては、かかる主体は「情報サービス提供者」と呼ぶ。この分析、評価、監査サービスは、以下に関する意見の形を取り得る。

- 発行体の財務諸表の公正な表明または真実かつ公正な見解
- 発行体の信用力または予想される財務パフォーマンス
- 投資家が投資判断を下す際に重要と考える、発行体業務の他の重要な側面

したがって、監査人、信用格付機関、セルサイド証券アナリストは、このセクションの原則の対象となる。他の情報サービス提供者も、同様にこの原則の範囲に入る可能性がある。

原則 19、20、21 は、監査人や監査基準と関係し、互いに関連している。証券市場規制当局や監査人の監督責任を担う他の当局が、監査に関連する規制上の構造や要件を策定し、強化することを支えるのがねらいである。証券規制当局が監査人の監督や基準に一義的責任を負わない法域では、投資家の財務諸表への信頼を維持・強化するのに見合った監督体制の存在を推進することで当局は便益を受けることになる。

財務諸表の包括性、整合性、関連性、信頼性、比較可能性は、情報を踏まえた意思決定にとって極めて重要である。投資家はその資金の配分に関する判断を行う際、信頼できる財務諸表が必要になる。公開企業の会計報告の信頼性に対する一般の認識は、財務諸表の審査・報告をする外部監査人の有効性の認識に大きく影響される。財務情報の信頼性も、独立の監査人が行う監査によって強化される。独立の監査人は、経営陣が作成した財務諸表が、準拠した基準に即して発行体の財政状態と経営成績の真実かつ公正な見解を公正に示しているかどうかを証言する。監査報告書は、会計基準や「公正に示す」、「真実かつ公正な見解」の要件など、会計の枠組みの要件の遵守に関する監査意見を示すはずである。監査は、高度かつ国際的に受け入れられる包括的な監査の諸基準に従い、実効性のある監督を受け、監査対象主体から実質も外観も独立した監査人によって行われるべきである。

原則 22 と 23 はそれぞれ、信用格付機関（CRA）と他の情報サービス提供者に関係するが、相互の密接な関連はない。CRA は、証券発行体の信用リスクや債務に意見を表明することで、現代の資本市場で重要な役割を果たすことができる。CRA が証券市場で重要な役割を果たし得ることから、CRA の活動は、投資家、発行体、市場仲介者、金融規制当局にとって重要性を持つ。証券規制当局は特に、CRA の活動に二重の意味で関心を寄せることが多い。CRA が市場の透明性に影響を及ぼし得るだけでなく、規制目的で CRA の格付を用いるのを容認した法域もあるからである。

CRA に加えて、さまざまな種類の分析・評価サービスを投資家に提供し、個別の投資機会の望ましさの評価に役立てられる他の主体も存在する。そのような分析・評価サービス提供主体の一例が、ブローカー・ディーラーや投資銀行などのフルサービスの投資会社の調査部門に雇われる「セルサイド」証券アナリストであり、それは個人投資家と機関投資家の両方に調査を提供する。セルサイド証券アナリストは、独立した偏りのない意見を投資家に提供する能力を損ないかねない利益相反に直面する可能性がある。分析・評価サービスを提供する他の種類の主体も、提供者の性質および／または提供する情報サービスによって、似通った、または異なる利益相反を抱える可能性がある。

2. 範囲

原則 19 から 21 は、証券を上場、公募または市場取引している発行体（公开发行体（public issuer））向けの監査サービス提供者に適用する趣旨である。

原則 22 は、投資家に販売される発行体の証券に関して、格付サービスを提供するすべての CRA に適用する趣旨である。CRA は十分な水準の監督を受けるべきだが、その特質は、市場の構造、ある法域の CRA 業界の構造、ある法域で信用格付がどのように用いられるか、また同時に CRA が与え得る規制面のリスク——に左右されるだろう。法域の規制目的で信用格付が用いられる場合、「十分な水準の監督」は、何らかの形の登録と継続的な監視を意味するだろう。

原則 23 は、監査人や CRA ではないが、さまざまな種類の分析・評価サービスを投資家に提供し、個別の投資機会の望ましさの評価に役立てられる主体に適用する趣旨である。これにはセルサイドのアナリストが含まれる。

3. 原則19～23

原則 19	監査人は、十分な水準の監督に服するべきである。
-------	-------------------------

監査サービスを行う者への実効性のある監督は、財務報告プロセスの信頼性や完全性にとって極めて重要であり、公開証券市場で財務報告や監査が機能しないというリスクの緩和に役立つ。こうした監督の最終目的は、情報を伝え、真実、公正、独立した監査報告を作成することで、投資家の利益、ひいては公益を保護することにある。

主として自主規制に基づくものではない監査人への監督システムには、利点がある。監査人への監督は、監査法人内部、監査職の団体、公的または民間の監督機関、政府の監督を通じてなど、いくつかの形で実現し得る。監査人は 1 つの法域内で、公益のため行動するまたはそのように見られる機関に監督されるべきである¹⁷⁶。規制は、特に以下の確保を目指すべきである。

- 高度かつ国際的に受け入れられる基準に従って、監査業務が行われる。
- 規則は、監査人の独立を推進するように定められる¹⁷⁷。
- 監査基準の遵守を強制する仕組みが存在する。
- 監査は高度な客観性を伴って行われる¹⁷⁸。

¹⁷⁶ 『監査人の監督に関する原則』の序章、IOSCO 専門委員会ステートメント、2002 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>。

¹⁷⁷ 『監査人の独立性およびそのモニタリングにおける企業統治の役割に関する原則』、IOSCO 専門委員会ステートメント、2002 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>。以下も参照されたい。IOSCO *Statement on International Auditing Standards*、2007 年 11 月；*Survey Report on Regulation and Oversight of Auditors*、IOSCO 専門委員会・新興市場委員会報告書、2005 年 4 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD199.pdf>；*Issuer Internal Control Requirements – A Survey*、IOSCO 専門委員会・新興市場委員会報告書、2006 年 12 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD229.pdf>；*Survey on the Regulation of Non-Audit Services Provided by Auditors to Audited Companies*、IOSCO 専門委員会・新興市場委員会要約報告書、2007 年 1 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD231.pdf>；および *Board Independence of Listed Companies*、OECD との協議に基づく IOSCO 専門委員会最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf>。

¹⁷⁸ *Survey Report on Regulation and Oversight of Auditors*、IOSCO 専門委員会・新興市場委員会報告書、2005 年 4 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD199.pdf>。

主要課題

1. 監査人は、公益のため行動するまたはそのように見られる機関に監督されるべきである。監査人監督機関の性質や活動のプロセスは、法域によって異なり得るが、効果的な監督は一般に、次のような仕組みやプロセスを含んでいる¹⁷⁹。
 - (a) 監査人が監査を行う免許を取得する前に、適正な資質や専門的能力を持つように義務づける。
 - (b) 適正な資質や能力が保たれない場合は、監査を行う許可を取り消す。
 - (c) 監査人が、実質的にも外観上も、監査対象主体から独立しているように義務づける。
 - (d) 監査の質、監査の実施、独立性、倫理基準のほか、品質管理の環境を監督する¹⁸⁰。
 - (e) 監査人が、監査職から独立した監査人監督機関の規律に服するように義務づける。監査職の団体が監督機関として活動する場合は、監査人監督機関が独立機関の監視下に入る。
 - (f) 監査人監督機関が、公開發行体の財務諸表を監査する法人に対し、監査手順や実務を定期的に検査するように義務づける。検査は反復的に行うべきであり、監査法人が監査のあらゆる重要側面に対応する十分な品質管理の政策や手順を設けて、徹底している度合いを判定するように定めるべきである。
 - (g) 監査人監督機関はまた、専門職としての能力、監査担当者のローテーション、監査依頼人による監査人の雇用、コンサルティングおよび他の非監査業務といったほかの問題や、適切とみられる他の問題も扱うべきである。
 - (h) 監査人監督機関は、発見された問題への是正措置を要求し、監査人や監査法人に適宜制裁を課す規律手続きを開始および／または実行する権限を有するべきである。

主要論点

2. 規制システムは、監査の質と実行、独立性、倫理基準を監督する枠組みを備えているか（監査人が行う品質管理の環境も含む）。

¹⁷⁹ 『監査人の監督に関する原則』、IOSCO 専門委員会ステートメント、2002 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>。

¹⁸⁰ *Board Independence of Listed Companies*、OECD との協議に基づく IOSCO 専門委員会最終報告書、2007 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf>。

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

3. 監査人は、監査を行う免許を得る前に、最低限の要件に沿って資質と能力を備え、専門的能力を維持するように義務づけられているか。
4. 公益に沿って活動し、適切な会員、責任および権限を記した十分な憲章、ならびに十分な財源を擁し、監査職から独立して監督責任が遂行される監督機関はあるか。
5. 監査人監督機関は、公開発行体の財務諸表を監査する法人の監査手順や実務に対し、定期的な検査を行う確立したプロセスを持っているか。
6. 監査人が実質的にも外観上も監査対象企業から独立を保っているか評価するため、監督機関が定期的に評価する基準やプロセスはあるか。
7.
 - (a) 監督プロセスが、監査業界内で施行されている類似の品質管理メカニズムと連携して行われる場合、監督機関は、検査の範囲、監査に係る文書や検査に必要な他の情報の入手・保存などの重要問題の統制や、検査結果の追跡を維持しているか。
 - (b) 検査は反復的に行われるか、また、監査法人が監査のあらゆる重要側面に対応する十分な品質管理政策や手順を設けて、徹底している度合いを判定する設計になっているか。
8. 監査人監督機関は、発見された問題への是正措置を要求し、監査人や監査法人に適宜制裁を課す規律手続きを開始および／または実行する権限を持っているか。

注釈

監査人の監督は、監査法人内部、監査職の団体、公的または民間の監督機関、政府の監督を通じてなど、いくつかの形で実現し得る。

「監督機関」の語は、広く解釈すべきである。一部の法域では、監査人監督のため公益に沿って活動する責任を負った専門機関が、基準作りの権限を含む一定の権限や、検査を行って監査人に規律を課す力を与えられている。同じ目的を果たす責任を分担している組織が複数あり得る法域もある。構造に関係なく、監査人監督の枠組みは、自主規制だけまたは自主規制が支配的な形に基づくべきでない。監査職から独立した監査人監督機関の規律に監査人を従わせる仕組みが、存在すべきである（監査職の団体が監督機関として活動する場合は、独立機関の監視下に入る）。

主要論点 6 (b) で言及された監査の重要側面には、以下が含まれる。

- 監査人の独立、誠実さ、倫理
- 監査の客観性
- 職員の選抜、研修、監督

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

- 監査依頼人の受付、継続、終了
- 監査のメソドロジー
- 監査の実施（すなわち、一般に受け入れられる、適用可能な監査基準の遵守）
- 困難、継続的または機微な問題の協議や、監査中の意見の食い違いの解決
- セカンドパートナーによる監査の見直し
- 監査依頼人の経営陣、監査役会および監査委員会との意思疎通
- 財務報告プロセスの監督責任を与えられた機関との意思疎通
- 継続的な専門教育の提供
- 専門職としての能力
- 監査担当者のローテーション
- 監査依頼人による監査人の雇用
- コンサルティングおよび他の非監査業務¹⁸¹

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 6（b）を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 4 および 6（b）を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2、3、5、6（a）または 7 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

¹⁸¹ 『監査人の監督に関する原則』、IOSCO 専門委員会ステートメント、2002 年 10 月、4 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

原則 20	監査人は、自身が監査を行う発行体から独立しているべきである。
--------------	---------------------------------------

独立の監査人は、経営陣が作成した財務諸表が、準拠した基準に則して、発行体の財政状態と過去の経営成績の真実かつ公正な見解を公正に示すないし提供するものかどうかを証言することで、財務情報の信頼性を高めるのに極めて重要な役割を果たす。

外部監査人は、投資家、債権者および他の利害関係者が資本配分判断の基礎に用いる公表された財務諸表に独立した信頼性を与える上で、極めて重要な役割を果たす。公開發行体の財務報告の信頼性に対する一般の認識は、財務諸表を調べて報告する外部監査人の有効性の認識に大きく左右される。この一般の信頼感の根本的な要素は、財務諸表に大きく影響する重要な問題で、外部監査人が客観的な判断を支える環境下で活動している、およびそのように見られることである。そうなるには、監査人が監査対象主体から実質的にも外見上も独立していなければならない。

監査人が公開發行体から独立する基準は、専門的な判断や客観性を損ないかねない、または合理的な投資家から見て専門的な判断や客観性を損ないかねないような、影響力、利害または関係を免れる環境を推進するように定められるべきである。整合的に適用・強制される頑健な独立性基準は、監査人が客観的判断を下す立場から、主体の財務諸表内の経営陣の表明について結論を出していると投資家を安心させるのに、必要な要素である¹⁸²。

主要課題

1. 規制の枠組みは、監査人の独立や、監査人の独立性の監視を培うように設計すべきである。
2. 外部監査人の独立性の基準は、少なくとも下記の独立性に対する脅威に対応して、禁止、制限、他の政策・手続き・開示の組み合わせに支えられた原則の枠組みを定めるべきである。
 - (a) 自己の利益
 - (b) 自己による見直し
 - (c) 擁護
 - (d) 親密な関係

¹⁸² 『監査人の独立性およびそのモニタリングにおける企業統治の役割に関する原則』、IOSCO 専門委員会ステートメント、2002 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>。

(e) 脅迫

3. 独立性は、監査人および／または監査実行チームの適切なローテーションを含み、チームの上級メンバーが長期にわたって重要な意思決定をする立場にとどまらないようにすべきである。
4. 公開発行体の場合、法域の個別の法体系に関係なく、監査対象企業の経営陣から実質的にも外観上も独立した統括機関（例えば、監査委員会、企業法定監査役会、または主体の経営陣から独立した他の機関）が、外部監査人の選抜と選任のプロセスを監督すべきである。
5. 公開発行体の監査人が交替したときは、一般への迅速な開示が義務づけられるべきである。
6. 公開発行体のガバナンス構造は、外部監査人の独立性のモニタリングや予防措置に寄与すべきである。

主要論点

1. 規制の枠組みは、外部監査人の独立性の基準を定めているか。
2. 基準には、監査法人や、当該法人の監査対象主体と資金、事業または他の関係を持つ監査法人内の個人に関して、制限が含まれるか。
3. 基準は以下の点に対処しているか。
 - (a) 自己の利益
 - (b) 自己による見直し
 - (c) 擁護
 - (d) 親密な関係
 - (e) 脅迫
4. 監査対象主体向けの非監査サービスの提供を統括する規制基準はあるか。
5. 監査人は、監査人および／または監査実行チームの上級メンバーのローテーションなど、独立性に対する脅威のモニタリング、特定、対処を行うため、ならびに基準の遵守を確保するため、内部体制、ガバナンスの取り決め、プロセスを確立するように義務づけられているか。
6. 公開発行体の視点から、
 - (a) 外部監査人は、監査対象主体から実質的にも外観上も独立しているように義務づけられているか。

- (b) 外部監査人の選抜と選任のプロセスを監督する、主体の経営陣から実質的にも外観上も独立した統治機関（例えば監査委員会、企業法定監査役会、または主体の経営陣から独立した他の機関）は、存在するか。
 - (c) ガバナンスの基準は、外部監査人の独立性のモニタリングと予防措置を促進し、これに寄与することを意図しているか。
 - (d) 外部監査人の登録、除外または交替に関して、迅速な情報開示は義務づけられているか。
7. 発見された問題や独立性の不足に対し、是正措置を要求し、監査人や監査法人に適宜制裁を課す規律手続きを開始および／もしくは実行する、または監査報告書の受領を拒否するもしくは修正を要求するなど、監査人の独立性の基準の遵守を強制する十分な仕組みは設けられているか。

注釈

規制の枠組みがどのようにして、監査人の独立性や、監査人の独立性の十分な監督に対処する設計になっているかを検討する際、以下のより具体的な諸点が関連する。

- 監査人が公開発行体から独立する基準は、専門的な判断や客観性を損ないかねない、または合理的な投資家から見て専門的な判断や客観性を損ないかねないような、影響力、利害または関係を免れる環境を推進するように定められるべきである。
- 独立性の基準は、許容される活動や関係の中で浮上する独立性への脅威に対処するため、適切な措置を特定すべきである。
- 独立性の基準は、監査法人が、独立性に対する脅威のモニタリング、特定、対処を行うため、ならびに関連する基準、規則、禁止および制限の遵守を確保するため、内部体制とプロセスを整え、維持する厳格な義務に支えられるべきである。
- 監査人の独立性の基準は、独立性に対するあらゆる重要なまたは潜在的に重要な脅威を特定しおよび評価し、かかる重要な脅威にどう対処したかを示すように、監査人に義務づけるべきである。脅威には、監査人に選任される前から存在するかもしれない、監査対象主体との直近の関係から生じるものも含まれる。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 5 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 4 および 5 を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2、3、6 および 7 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 21	監査基準は、高度かつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。
--------------	---

高品質の監査基準は、発行体の財務諸表の誠実性を保護するのに役立つ。監査基準は財務情報の信頼性に必要な保障措置であり、そのような基準は、包括的で、明確に定義され、高度かつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。こうした監査基準は高度かつ国際的に受け入れられる会計基準にとって必要なカウンターパートであり、監査への適用は、財務パフォーマンスに関する正確かつ関連性のある情報を投資家に与えるのに寄与する。

監査基準に関する規制は、以下を義務づけるべきである：

- 専門家による外部監査を通じた、財務諸表および会計原則の遵守に関する独立した検証
- 品質基準を定め、意義や不確実性が存在するときに、基準が整合的に適用される権威ある適時な解釈の対象となり得るように確保する仕組み
- いかなる監査も、高度かつ国際的に受け入れられる水準の基準に即して行われること

主要課題

1. 規制は、公開の発行体が作成した財務諸表が、包括的な監査基準に従って監査されるように義務づけるべきである。
2. そのような監査基準は、会計報告と財務情報の信頼性の質に寄与し、それによって投資家の信頼と意思決定を支えるため、高度かつ国際的に受け入れられる水準であるべきである。
3. 監査基準の設定や解釈の適切な仕組みを設けるべきである。
4. 監査基準の遵守を強制する規制上の枠組みを設けるべきである。

主要論点

1. 規制の枠組みは、公募や上場の明細書、一般に公開される年次報告書に含まれる財務諸表が、包括的な監査基準に即して監査されるように義務づけているか。
2. 高度かつ国際的に受け入れられる水準の監査基準が普及しているか。
- 3.

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

- (a) 規制の枠組みは、監査基準の確立および適時な更新に責任を負う機関を定めているか。
- (b) 「はい」の場合、当該機関のプロセスは、開放的で、透明で、公的監視を受けているか。また、当該機関が独立している場合、基準設定や解釈のプロセスは、規制当局または公益のため活動する他の当局と協力して、またはその監督下で行われているか。

4. 監査基準の遵守を強制する十分な仕組みは施行されているか。

注釈

この原則は、投資判断にとって重要な財務情報の完全、適時、正確な開示を義務づけた原則 16 や、高度かつ国際的に受け入れられる水準の会計基準の活用を義務づけた原則 18 と併せて、検討されるべきである。評価者は原則 16 および 18 に基づき、公募および上場の明細書ならびに定期報告書の中で求められる財務諸表が、完全、正確かつ適時な開示義務を十分満たすかどうかを見極め、その上で原則 21 に基づき、検証に用いられた監査基準を評価すべきである。

上記の監査基準は、法域内の機関が定めたまたは解釈した基準である必要はない。法域によっては、国際的または他の基準設定機関が策定および／または解釈した基準を採用し、依拠するのを望むだろう。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 3 (b) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 3 (a) および 3 (b) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2 または 4 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 22	信用格付機関は、十分な水準の監督に服すべきである。規制のシステムは、その格付が規制目的で用いられる信用格付機関が、登録制や継続的な監督に服するよう確保すべきである。
--------------	---

信用格付機関（CRA）は現代の資本市場において重要な役割を果たすことができる。CRA は通常、証券の発行体や金融上の負債の信用リスクに意見を表明する。投資家が今日、膨大な量の情報を入手でき、一部は価値があり、一部がそうでないのを見ると、CRA は、投資家などがこの情報を取捨選択し、特定の借り手に融資したり、発行体の債券や債券類似の証券を購入するときに抱えるリスクの分析を支える有用な役割を果たすことができる。

CRA が証券市場で重要な役割を担い得ることから、CRA の活動は、投資家、発行体、市場仲介者、金融規制当局にとって重要である。証券規制当局は特に、CRA の活動に二重の関心を持つことが多い。CRA が市場の透明性に影響を及ぼし得るのと、一部の法域が CRA の格付を規制目的で用いるのを容認しているからである。

CRA は、個別投資に関する大規模、多角的、高度に複雑な情報を、市場参加者が自分の判断に織り込むのを支える重要な役割を果たすため、規制当局、市場参加者、CRA 自身にとっても、CRA が正直かつ公正な形で確実に役割を果たすことによる利益がある。信用格付が規制目的で用いられる場合——例えば、規制対象主体が、純資産評価の一環として証券の格付を用いるのを容認する、あるいはファンド運用担当者が一定水準を超える格付の証券しかファンドに組み入れられないように義務づける場合、CRA の活動に対する規制当局の関心は、一層大きくなるだろう。

従って、CRA は、十分な水準の監督の対象とすべきであり、その性質は以下の項目に左右される。

- 市場の構造
- 法域内における CRA 業界の構造
- 信用格付が法域内でどのように使われるか
- それに相応する CRA が呈する規制上のリスク

信用格付が法域内の規制目的で用いられる場合、格付を発表する CRA に対する「十分な水準の監督」は、何らかの形の登録と継続的な監視を意味するだろうが、下記の通り、格付が用いられる法域の規制当局によるとは限らない。

主要課題

1. IOSCO は、「信用格付機関の活動に関する原則に係るステートメント（CRA 原則）」を策定した。これは、「証券規制当局、(CRA)、その他 CRA の運営方法や CRA が割り当てる意見を市場参加者がどう使うかについて改善を望む者にとって、有用なツール」¹⁸³となることを意図している。CRA の規模やビジネスモデルが多様なことを考慮し、原則が実施される態様は、固定されていない。この CRA 原則は、市場メカニズムと規制の両方を含め、さまざまな仕組みが用いられ得ると想定した。CRA 原則の発表後、CRA を含む一部の論者は、CRA 原則の目的を果たすため、IOSCO が CRA の指針となる一層詳細かつ具体的な行動規範を策定すれば有益だろうと提案した。IOSCO はこれに応じて、「信用格付機関の基本行動規範」を策定し、IOSCO 専門委員会のメンバーは、CRA に完全に効果を発揮させるものと期待した¹⁸⁴。CRA 原則に関して、IOSCO 規範は厳格で紋切り型な設計ではなく、個々の CRA の法的環境および市場環境にしたがい、それぞれの行動規範にどう取り入れるかについて、CRA に一定の柔軟性を与えるように設計されている。IOSCO 規範は CRA に対し、IOSCO 規範の各規定が CRA 独自の行動規範にどう取り入れられたかを開示し、独自規範に IOSCO 規範からの乖離があるか、どう乖離するか、乖離が CRA 原則や IOSCO 規範に示された目的をどう達成するかを説明するように求めている。
2. IOSCO の CRA 原則と IOSCO の規範は、「(CRA)、規制当局、発行体および他の市場参加者が、達成に向けて努力すべき 4 つの目標を明確にしている。」¹⁸⁵ 4 つの目標は、以下の項目を推進する手続きと仕組みの導入を推奨する趣旨である。
 - (a) 格付プロセスの品質と完全性
 - (b) CRA の独立性と利益相反の回避
 - (c) 格付に関する適時な情報、および格付の背景にある手順、メソドロジー、仮定を投資家に提供
 - (d) 非公開情報について、CRA や CRA の格付業務と無関係な従業員による尚早な開示や使用からの保護

¹⁸³ 『信用格付機関の活動に関する原則に係る IOSCO ステートメント』、IOSCO 専門委員会ステートメント、2003 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

¹⁸⁴ 『信用格付機関の基本行動規範』、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 12 月（2008 年 5 月改定）、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

¹⁸⁵ *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2011 年 2 月（2011 年 IOSCO CRA 規制実施報告書）、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD346.pdf>.

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

3. これらの目標を達成するため設計される監督体制は、多くの異なる形を取り得る。法域が、CRA 内部の仕組みを通じて目標を遂行し、借り手、貸し手および他の市場関係者が推し進めるのが最善と判断する場合もあるだろう。法域が、規制義務を通じた目標達成が最善と判断する場合もあろう。結局、目標を果たすための仕組みは、以下の項目の組み合わせの形を取るだろう。
 - (a) 政府の規制
 - (b) 法定された非政府の規制当局が課す規制
 - (c) 業界の規範
 - (d) CRA 内部の方針と手続き
4. ただし、CRA の格付が規制目的で使用される場合、規制システムは、CRA に拘束力のある強制可能な義務を課す登録・監督要件を通じて、上記目標の達成を図る仕組みを設置すべきである。

主要論点

登録:

1.
 - (a) 法域は、「信用格付」および／もしくは「格付機関」を定義しているか。または他の形で、規制目的で用いられる信用格付を決定・公開する事業を手掛ける主体に登録・監督要件を課すため、業務の範囲を定義しているか。
 - (b) CRA が法域内に存在するか、およびその格付は、法域内で登録を受けるのを条件に、規制目的で用いられているか（規制対象 CRA）。
 - (c) 法域の登録要件は、同要件が満たされたかどうかを規制当局が判断するため、規制当局が必要と考える全情報を登録希望の CRA から入手する力を与えているか。
 - (d) CRA の格付が規制目的に用いられるが、その CRA 自体は規制当局の市場に存在せず、規制当局が当該 CRA の登録や監督を義務づけていない場合、規制当局は、当該 CRA が原則 22 で要求される登録や監督を確実に受けるように、合理的な判断を下したか。

継続的監督

2.
 - (a) 規制当局は、規制対象 CRA を十分監督するのに必要な、当該規制対象 CRA に関する全情報を入手できるための能力を法域での要件により与えられているか。

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

- (b) 法域内で格付が規制目的で用いられ、かつ、法域内に所在している CRA は、継続的に監督され、規制当局による審査を受け、法域の義務の強制に服しているか。

登録を行う当局

- 3. 規制当局は以下を行う権限を持っているか。
 - (a) 登録要件が満たされない場合は CRA の登録を拒否し、規制対象 CRA が関連する要件を満たせないときは、登録または認可を取り消す、停止する、または条件付きとする。
 - (b) 規制対象 CRA が関連する要件を満たせない事態に対処する適切な措置を講じ、制裁を科す。

監督上の要件：品質と健全性

- 4. 規制対象 CRA の監督には、以下の通りかどうかに対処するための要件が組み込まれているか。
 - (a) 規制対象 CRA が、公表済みの自らの格付メソドロジーに従い、分析に関連して把握した全情報を公正かつ徹底的に分析した上で、初期の格付を発表し、継続的な監視を行わないと明示した格付を除いて、新たに情報を入手した場合には、規制対象 CRA が公表した格付監視メソドロジーに従い、格付を更新するように確実を期す意図で、書面による手続きとメソドロジーを採用し、実行しているか。
 - (b) 規制対象 CRA が信用格付を裏付ける内部記録を維持しているか。
 - (c) 規制対象 CRA は、高品質な信用評価を行うのに十分な資源を持っているか。

監督上の要件：利益相反

- 5. 規制対象 CRA の監督には、以下の通りかどうかに対処するための要件が組み込まれているか。
 - (a) 規制対象 CRA の信用格付の決定は独立しており、政治的または経済的圧力から、および規制対象 CRA の所有構造、ビジネスもしくは資金的な活動、証券もしくはデリバティブの取引、または規制対象 CRA の従業員の金銭的利益（従業員の証券およびデリバティブの取引、報酬規定など）から生じる利益相反を免れているか。
 - (b) 規制対象 CRA は、規制対象 CRA の意見や分析、または規制対象 CRA に雇われ、格付決定を左右する人物の判断や分析に影響するであろう現実のまたは潜在的な利益相反について、適宜（1）特定する、（2）解消する、または管理および開示するか。
 - (c) 規制対象 CRA は、信用格付を作成する報酬規定の性質から生じる、実際のまたは潜在的な利益相反を開示するか。

監督上の要件：透明性と適時性

6. 規制対象 CRA の監督には、以下の通りかどうかに対処するための要件が組み込まれているか。
- (a) 規制対象 CRA は、信用格付を適時公開しているか。
 - (b) 規制対象 CRA は、無差別に信用格付を開示しているか。
 - (c) 規制対象 CRA は、手順、メソドロジー、仮定に関する十分な情報を公開し、規制対象 CRA の格付の提供の仕方や格付の特性と限界について、外部の者が理解できるようにしているか。
 - (d) 規制対象 CRA は、信用格付の過去のデフォルト率に関する十分な情報を公開し、利害関係者が信用格付の過去のパフォーマンスを理解できるようにしているか。

監督上の要件：機密保持

7. 規制対象 CRA の監督には、CRA が以下の非公開情報を保護しているかどうかに対処するための要件を組み込まれているか。
- (a) 格付業務に関連する目的に限って使用されるように、発行体が提供した情報
 - (b) 近く行われる格付の動きに関するもの

注釈

CRA は、規模、業務の範囲、ビジネスモデルにかなりのばらつきがある。これらの要因に応じて、必ずしもすべての規制上の問題がどの法域でも表面化するわけではないだろう。規制当局は、CRA が市場内でもたらす規制面の問題を評価する際、柔軟性を与えられるべきである。規制当局はまた、CRA がもたらす規制面の問題に、さまざまなアプローチを取る。（例えば）一部は、「公益事業」に似た形の規制を受ける自然または事実上の寡占として、CRA を監督するアプローチを取る。他には、CRA 市場の競争拡大を重視するところもあるだろう。規制当局が選択したアプローチは、上記概説したさまざまな規制問題で、規制当局が置く力点に影響を及ぼすだろう。

法制度は、法域全体の構造や具体的な規定にばらつきがある。一方、IOSCO の 4 つの CRA 原則（格付過程の品質と完全性、利益相反の管理、透明性、機密情報の取扱い）の目的を達成するため盛り込まれた実施措置の程度にも、ばらつきがある。

主要論点 4-7 に関して、これらの問いに確実に肯定的に答えられる方法が複数あり得る¹⁸⁶。例えば、目的そのもの、目的達成を促進する登録条件や登録継続条件、目的達成を意図した政策や手続きを定める義務、目的達成を促進する開示義務を明記した国内レベルの規制の規定に、規制対象 CRA が従うこともあり得る¹⁸⁷。

主要論点 1 (d) に関して、このメソドロジーを採択するときのグローバルな CRA 産業の構造を踏まえると、法域が信用格付を規制目的に使っているが、関連する CRA は別の法域に（物理的な意味で）所在するケースも出てくる。この場合、かかる信用格付の規制目的の使用を減らす措置を講じることができよう。規制目的の信用格付の使用を中止できない場合、規制当局は以下のような要素に基づき、CRA の登録や監督をしない合理的判断を下したことを証明できるべきである。

- 法域内の CRA の活動
- 本社所在法域内の規制の取り決め

代わりに、規制当局は、登録義務ではなく、監督または報告義務を課し、CRA を登録した規制当局と監督協力の取り決めを交わすこともできよう。

主要論点 4 (c) に関して、規制対象 CRA は、公開され、文書化された格付メソドロジーに従って信用格付を判定するため、十分な資源を持つべきである。これには、格付け先の主体を正しく評価し、評価に必要な情報を探し出し、意思決定過程に関わる全情報を分析するための十分な人員が含まれる。

主要論点 6 (b) に関して、信用格付の非選択的開示は、規制対象 CRA のビジネスモデルと整合した信用格付の開示を意味する。例えば、有料会員モデルで操業する規制対象 CRA は、信用格付の入手に対価を払う相手にのみ、信用格付を開示するだろう。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

概ね実施

問 4 (a) 、4 (c) 、5 (c) および 6 (a) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

¹⁸⁶ 重要な問いは CRA 原則に示された原則に基づいている。2011 年 IOSCO 規制実施報告書は、さまざまに異なる法域の規制プログラムで、IOSCO・CRA 原則に効果をもたらすため行われた施策を説明している。

¹⁸⁷ 2011 年 IOSCO 規制実施報告書を参照されたい。

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

一部実施

問 1 (c) 、 4 (a) 、 4 (b) 、 4 (c) 、 5 (c) 、 6 (a) 、 6 (b) 、 6 (c) 、 6 (d) 、 7 (a) および 7 (b) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

以下の主要論点の 1 つ以上に肯定的に回答できない。1 (a) 、 1 (b) 、 1 (d) 、 2 (a) 、 2 (b) 、 3 (a) 、 3 (b) 、 5 (a) または 5 (b) 。

原則 23 その他、分析・評価のサービスを投資家に提供する者は、その活動が市場に与える影響や、規制のシステムがその活動に依拠する程度に応じて、適切な監督・規制に服すべきである。

目的

多くの市場で、投資家が個別の投資機会の望ましさを評価するのを支える、さまざまなタイプの分析・評価サービスを提供する主体が存在する。かかる主体は、規制システムがそれに依拠する程度や、活動が市場に与える影響に応じて、規制や監督を受ける必要が出てくるだろう。そのような分析・評価サービスを提供する主体の一例が、フルサービスの証券会社（ブローカー・ディーラーや投資銀行など）の調査部門に雇われるセルサイド証券アナリストで、個人投資家と機関投資家の両方に調査を提供する。こうしたセルサイド証券アナリストは、独立不偏の意見を投資家に提供する能力を損ないかねない利益相反に直面する可能性がある。分析・評価サービスを提供する他の種類の主体も、サービス利用者や市場の完全性に対してリスクをもたらす可能性があり、それゆえ監督や規制が正当化されるだろう。規制システムが、これらが提供するサービスに依存する場合も、こうした主体の監督や規制が正当化されるだろう。

主要課題

1. セルサイド証券アナリストとして、分析・評価サービスを投資家に提供する主体は、市場で入手できる広範な情報を要約して、投資家に貴重な識見を与える。IOSCO は、「セルサイド」証券アナリストが特に、独立不偏の意見を投資家に提供する能力を損ないかねない利益相反に直面する可能性があると認識している。偏向した調査は、投資家にとって有害で、市場の公正性、効率性、透明性を損なう恐れがある。セルサイド証券アナリストの利益相反が、投資家保護や市場の完全性にとって問題になるとの懸念から、IOSCO はセルサイド証券アナリストの利益相反に関する原則を策定した¹⁸⁸。
2. セルサイド証券アナリストに関する主な規制上の懸念には、詐欺や欺罔の機会だけでなく、隠れた利益相反が投資家にもたらすリスクもある。
3. 規制当局が、分析・評価サービスを提供する主体が監督や規制に従うべきだと判断する際、考慮すべき重要な問題には、以下が含まれる。

¹⁸⁸ 以下を参照されたい。IOSCO『セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則』のステートメント、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>。

- (a) 主体が提供する分析・評価サービスの種類
- (b) 特に、活動がサービス利用者や市場の完全性に与える潜在的リスクに関して、具体的には潜在的相反やサービスの完全性に関して、サービスが市場に及ぼす影響
- (c) 主体が提供するサービスが、規制目的で依拠されているか、依拠されている場合はどの程度か
- (d) 規制当局が、ある種の主体が提供するサービスが、監督を正当化するほどの影響を市場に与えると判断する場合、特定されたリスクへの対処を支えるため、規制や監督が必要かどうか、どの程度必要か

主要論点

1. 規制当局は、分析・評価サービスを提供するさまざまな種類の主体について、活動が市場に及ぼす影響や、規制システムのそれらへ依拠する度合いを理由とした規制や監督が正当化されるかどうかを定期的に検討しているか。
2. 規制当局が規制や監督の必要性を特定する場合、規制や監督は、その種の主体が呈するリスクに対して適切に行われているか。
3. セルサイド証券アナリストに関して
 - (a) 以下の項目から生じる可能性のある利益相反について、解消、回避、管理または開示に向けた規定が、規則に含まれているか。
 - (i) アナリストの取引行為や金銭的利益
 - (ii) アナリストを雇った主体の取引行為や金銭的利益
 - (iii) アナリストを雇った主体のビジネス上の関係
 - (iv) アナリストの指揮命令系統と報酬規定
 - (b) 規則には、以下に関する企業の法令遵守体制や経営陣の責任についての規定が含まれているか。
 - (i) アナリストの実際のまたは潜在的な利益相反を特定し、それを解消、管理または開示するため、書面での内部手続きや統制を義務づけている。
 - (ii) 発行体、機関投資家や他の外部の当事者からアナリストへの不当な影響を解消または管理する手続きを義務づけている。
 - (iii) 実際のまたは潜在的な利益相反を完全、適時、明確、簡潔、具体的および目立つ形で開示するように義務づけている。

- (c) 規制には、顧客に対して正直かつ公正に振る舞うように、アナリストおよび／またはアナリストを雇う企業に義務づけるなど、誠実性や倫理的行動を指向した規定が含まれているか¹⁸⁹。

注釈

この原則の対象となり得る主体は、かなり幅広い可能性がある。分析・評価サービスを提供するさまざまな種類の主体がもたらすリスクについての評価、さらにはどの種類の主体がこの原則の範疇に入るかの判断は、法域間で大きなばらつきが出る。また、法域の法に応じて、分析・評価サービスを提供する一部の主体は、証券規制当局以外の機関から規制される可能性がある。同様に、一部の法域は、分析・評価サービスを提供する一定種類の主体について、提供されるサービスが特に重要と見なされる場合（極めて重大な利益相反や詐欺から守るために用いられる規制ではなく、詐欺を取り締まる法による可能性がある）、政府の規制権限を制限することもあり得る¹⁹⁰。こうした主体を規制するアプローチの違いは、容認されると見なすべきである。

主要論点 1 および 2 に関して、現在までに、IOSCO 専門委員会が特定した分析・評価サービスを投資家に提供し、そのための原則や基準を策定した唯一の主体は、セルサイドの証券アナリストだけである。

原則 23 は、原則 7（規制の境界線）や原則 8（利益相反）との間に重複がある。原則 23 は、情報サービス提供者による利益相反や他の潜在的に問題のある慣行が、投資家保護や市場の完全性に特定のリスクをもたらす可能性のある限り、原則 7 と原則 8 の下位集合と見なすことができる。その結果、規制当局が規制の境界線や市場での利益相反の全般的な見直しを通じて、原則 23 に対応することもあり得る。

また、市場の完全性にとって大きなリスクを示すことが特定された情報サービス提供者に対し、規制当局が規制する法的権限を持たない限り、原則 23 と原則 7 の重複も存在する。このような場合、規制当局がリスクを特定し、それに対処する法的権限が求められている限り、原則 7 の方が該当する。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

¹⁸⁹ 評価者は、倫理や誠実性に関連した問題が、「適格性」要件、法定の資格剥奪、業界や SRO の行動規範など、さまざまな仕組みで対処される可能性があるのを認識すべきである。

¹⁹⁰ 例えば、報道の自由や言論の自由を保護する法は、一部の主体が一部の法域で規制される程度を制限するだろう。

監査人、信用格付機関及び他の情報サービス提供者のための原則

概ね実施

問 3 (c) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

一部実施

問 3 (b) (iii) および 3 (c) を除き、該当するすべての主要論点に肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2 (問 1 の審査の結果、該当する場合) および 3 (a) 、3 (b) (i) 、および 3 (b) (ii) の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

G. 集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

1. 前文

集団投資スキームに関する原則 24 から 27

集団投資スキーム（CIS）が取る法的形態は法域によって異なるが、どの法域でも重要な役割を果たしており、証券市場に資源を集めるほか、複数の投資機会への多角的なエクスポージャーを実現する手段を投資家に提供する。投資家が CIS に資金を配分する範囲において、適切な規制が次第に重要になっている。

CIS の適切な規制は、投資家保護と市場の信頼の維持の目的にとって、極めて重要である。

CIS は、他の投資手段と同様に、開示義務の対象となる¹⁹¹。半面、CIS の投資家は、運営者が、CIS と投資ポートフォリオを管理し、投資家利益を最大化する行動をとることに依拠している。CIS は個人投資家に広く販売されるが、個人投資家は CIS の運営者に強い信頼を置くであろうし、それゆえ CIS 運営者の不正行為による打撃を受けやすいだろう。規制は、CIS 運営に携わる主体に対し、高水準の遵守を促進し、確保すべきである。

CIS の規制は、CIS 運営者の適格性、統治、ガバナンスおよび営業行為、目論見書および他の構成文書の条項の遵守、投資家の資金の適切な保管、CIS 資産を対象とすべきだが、投資判断の賢明さはそうではない（投資判断は構成文書の条件に含まれる）。

監督は、CIS の資産が投資家の利益に最も良く適うように、かつ、CIS の目的や課せられる規制に従って、確実に管理されるように努めるべきである。これには、能力、誠実性、公正な取引に関する高い基準を確実に推進することや、資産が投資家の利益になるように保管されること、CIS の投資の適正な評価を確認する仕組みを備えることが含まれる。この点で、CIS 運営者の監督には、投資家が CIS の目標に見合った一定水準のリスクにさらされるように確実を期すことや、規制上最低水準の多角化を確実に維持することに関する取り決めの監視が含まれる¹⁹²。

¹⁹¹ 原則 16 から 18 および原則 26 ; *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>.

¹⁹² *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>.

ヘッジファンドに関する原則 28

IOSCO は歴史的に、CIS の定義にヘッジファンドを含めていない¹⁹³。このアプローチは、IOSCO 会員間でヘッジファンドの規制の仕方が異なることや、ヘッジファンドが伝統的に、機関投資家や他の洗練された投資家に販売されてきたことを認識している。一部の IOSCO 会員は、CIS としてヘッジファンドを規制し、CIS 原則の一部または全部をヘッジファンドの分野に適用するが、そうでない会員もある。したがって、原則 28 はヘッジファンドを個別に扱う。

ヘッジファンドは、世界の資本市場で重要な役割を果たす。ヘッジファンドは、価格効率性やリスク分散を提供でき、グローバルな金融市場統合の推進に貢献でき、多角化の恩恵を与えられる。ヘッジファンドは、絶え間ない商品の変化や技術革新の源であり、世界規模で金融システムの流動性と弾力性を高める可能性がある¹⁹⁴。

半面、ヘッジファンドは、市場の完全性、投資家保護、金融の安定に対し、いくつかのリスクをもたらす可能性がある。これは、ファンド・戦略・資産配分に関する透明性不足、ファンド運用担当者や他の市場参加者の利益相反¹⁹⁵、ヘッジファンドが活用または保有する複雑な金融商品の価値評価の難しさなど、さまざまな要因の結果であろう。

ヘッジファンドが呈するリスクは、金融市場がストレスを受けたり不安定なときに増幅する。ヘッジファンドはレバレッジを使うかもしれず、問題が生じれば、ポジション解消の動きが集中し、市場の大規模な混乱や潜在的な相場乱高下を引き起こしかねない。ヘッジファンドの破綻は、取引相手として用いる銀行やプライムブローカーを通じて、より広い市場に波及効果を与え得る。ヘッジファンドは、システムック・リスクを高め、支払いや決済サービスの混乱を通じて、実体経済に直接打撃を与える可能性がある。

ヘッジファンドがもたらす潜在的リスクは、ヘッジファンドおよび／またはヘッジファンド運用担当者／顧問の適切な監督を通じて、緩和する必要がある。規制上の監督は、リスク重視の姿勢で、系統的に重要および／またはより高リスクのヘッジファンド運用担当者に強く焦点を当てるべきである。

¹⁹³ 例えば以下を参照されたい。The Regulatory Environment for Hedge Funds – a Survey and Comparison (comparing hedge funds to "other types of funds, such as collective investment schemes")、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>。

¹⁹⁴ Hedge Funds Oversight、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>; Hedge Funds Oversight、IOSCO 専門委員会報告、市中協議報告書、2009 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf>; Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>。

¹⁹⁵ Hedge Funds Oversight、IOSCO 専門委員会報告、市中協議報告書、2009 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf>。

2. 範囲

上記前文で述べたさまざまなアプローチを考慮に入れて、IOSCO は、CIS の規制と、ヘッジファンドおよび／またはヘッジファンド運用担当者／顧問の規制を評価する上で、それぞれ別個の原則を定めた。

集団投資スキームに関する原則 24 から 27

原則 24 は規制に対し、CIS の運営や CIS の受益権の販売に関わる者の基準を定めるように義務づける。原則 25 はもっぱら、顧客資産の保護を取り上げる。原則 26 は、CIS に的を絞った開示義務を扱う。原則 27 は、資産評価や、CIS のユニット／持分の評価と解約を扱う。

原則 24 から 27 は相互に関連し、互いに補完しており、適正な投資家保護の確保に努めるため、適切に実施されるべきである。加えて、開示を扱う原則 26 に基づいた評価は、発行のための原則に基づいて示された開示義務の評価と整合し、および／または、対比されるべきである¹⁹⁶。

「CIS 運営者」の語は、CIS の機能の管理やパフォーマンスに全般的な責任を負う法的主体の趣旨で、資産の CIS ポートフォリオや業務サービスの管理が含まれ得る¹⁹⁷。

「CIS」の語は、ユニットまたは持分を（継続的または定期的にかかわらず）解約できるオープンエンド型ファンドが含まれる。これにはまた、株式やユニットが、規制または組織化された市場で取引されるクローズドエンド型ファンドも、含まれる。CIS の法的形式および構造を統括する規則は、法域によって異なる。

一部の法域では、クローズドエンド型ファンドは、特別なライセンスや監督義務の対象になっておらず、代わりに、関連する取引所上場規則の条項に従って規制されている。それが評価対象法域で該当する場合、その状況が正当に考慮されるべきであり、本セクションの主要課題における投資家保護の目的を踏まえて、適用可能な上場規則の詳細な説明と評価を述べるべきである。

多くの法域で、CIS に関連する義務は、CIS が一般に売り出されているかどうかによって異なる。実際はほとんどの法域で、私募に関連する規制上の監督を和らげる傾向にある。一般への売り出しと認められる定義は、さまざまである。評価者は、公募を構成するものと自分の判断を置き換えようとするべきでなく、どの売り出しが義務全体に含まれ、対象となるのか、および私募や非個人投資家向けの売り出しの場合に、規制上の監督がどう異なるのかを示すべきである。評価者は、扱いの違いを説明し、投資家保護が CIS 原則の主目的であることから、投資家保護の観点から影響を評価すべきである。

評価者は適宜、原則 7 の評価を参照すべきである。

¹⁹⁶ 原則 16 から 18。

¹⁹⁷ *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、「用語集」、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

法域の境界を越えて販売される CIS が増えている。また、CIS の販売者、運用担当者、カストディアンが複数の異なる法域に所在し、CIS の販売先の投資家と同じ法域に所在しないことも普通になっている。そのため、潜在的な国際協力の必要性や、協力に関する原則 13、14、15 の相互関連には、特に留意すべきである。

評価者は、規制上の課題を測るため、法域内の CIS の種類や複雑さ、存在する CIS の数、運用中の資産、許可された投資の種類、ギアリングやレバレッジの水準を判定すべきである。個別の法域が、CIS 設定に関する独自の枠組みを持たない可能性もある。法域が独自の CIS 規制の枠組みを持たない場合、これら原則の法的形式に関する基本的義務を満たさない売り出しを認めたがらないかもしれない。しかし、他の法域の法のもとで設定された CIS が売り出される可能性がある限り、評価者は以下の項目を検討すべきである。

- 販売を手掛ける主体が、認可、認定または他の形で適格性を与えられるべきかどうか（原則 24）
- CIS 商品の公開買付に関する義務があるかどうか（原則 24、26、27）
- 設定が行われた法域と評価対象法域の間に、十分な情報共有があるかどうか

ある法域内の CIS の活動水準が高くなればなるほど、義務が国際業務に適用されない場合、原則（原則 24 から 27）が不適用ではなく、不実施に区分される公算が大きくなるべきである。

証券法や規制が、その法域の他の法律から孤立して存在することはあり得ない。法的枠組み全般にとって特に重要な問題は、添付資料 1 に記載した。したがって、原則 24、25、26 および 27 が、目的を達成する形で実施されているかどうかを判断するには、その点での当該法域の法的枠組み、特に破産（CIS の債務不履行時の処理に影響）に関する法や規制、紛争解決制度や他の救済（是正または補償を求める投資家の能力に影響）に関する規則を検討する必要がある。

ヘッジファンドに関する原則 28

原則 28 は、ヘッジファンド規制の評価に適用される本セクション唯一の原則である。IOSCO は、「ヘッジファンド」の語に、整合的なまたは合意された定義がないことを認めている。従前の IOSCO の作業は、この種の主体を特定するアプローチが、自らをヘッジファンドと見ている機関の特徴の種類や、用いられる戦略に着目することを認識している。これに基づき、IOSCO は、次のような特徴をいくつか組み合わせて示す投資スキームを「ヘッジファンド」と見なしている。

- 借入やレバレッジの制限（集団投資スキーム関連の規制に通常含まれる）が適用されず、多くの（全部ではない）ヘッジファンドが高水準のレバレッジを用いる。
- 年間の運用手数料のほかに、高額の成果報酬（利益の一定割合の形が多い）が運用者に支払われる。
- 投資家は通常、例えば四半期ごと、半年ごと、または年 1 回のように、定期的に受益権を解約することが認められている。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

- 重要な「自己」資金は運用担当者が投資することが多い。
- デリバティブを用いることがあり、投機目的のときも多く、証券を空売りすることもできる。
- より多様なリスクや複雑な原資産が関与している¹⁹⁸。

ヘッジファンドは伝統的に非個人投資家に販売されるが、一部の法域では個人投資家に販売されている。

上記の幅広い特徴にもかかわらず、さまざまに異なる法的構造や事業構造——複数の異なる法域にまたがる場合だけでなく、単一の法域内においてさえも——を考えると、普遍的な形でヘッジファンドを定義するのは難しい。それゆえ原則 28 の適用は、それぞれの法域がヘッジファンドを定義および規制する態様に応じて、異なり得る。

¹⁹⁸ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>; *The Regulatory Environment For Hedge Funds, A Survey And Comparison*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>; *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf>.

3. 原則24～28

原則 24 規制のシステムは、CIS を販売または管理しようとする者の適格性、ガバナンス、組織、行為の基準を定めるべきである。

投資家保護は主要な目的である。CIS の運営者と CIS は、最初の承認と運営継続の両方で、規制システムの定めるとおり、明確に定義された基準を満たすべきである¹⁹⁹。

CIS 運営者として活動する適格性基準や運営条件は、CIS の運営者や販売者が確実に資格要件を満たすように努めるべきである。これには、CIS 運営者の正直さや誠実性、CIS の運営や適合性の助言を行うだけの経験と能力について、規制システムが示した基準が含まれる。これらの基準は、会計手続きや十分なリスク管理の枠組み、継続的な遵守を確保するための資源やプロセスの導入など、CIS のガバナンスや CIS 運営者の内部組織も対象にすべきである²⁰⁰。これらの基準の遵守や、CIS 運営者が導入する政策・手続きの遵守を評価する効果的な仕組みが存在すべきである²⁰¹。

CIS のガバナンスは、CIS が CIS 投資家の利益となるように組織および運営され、CIS 投資家と関連当事者の間に利益相反が存在し得るときは、関連当事者の利益を優先しないように確保することに努める枠組みを与えるべきである。CIS 運営者が職責に違反しないように確実に期するためには、組織や活動が、独立監査人による少なくとも年 1 回の審査および／または独立の第三者による継続的な点検・監視を受けることが基本である。

¹⁹⁹ Report on Investment Management、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²⁰⁰ 同書。以下を参照されたい。Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD136.pdf>。運用担当者の正直さや誠実性に関連する要素については、以下を参照されたい。Investment Management Risk Assessment: Management Culture and Effectiveness、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD137.pdf>；および Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>。以下も参照されたい。Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>；Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>；Anti-Money Laundering Guidance for Collective Investment Schemes、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD205.pdf>。

²⁰¹ CIS 運営者は活動開始時点から適格性基準に従うべきだが、投資家保護に関して導入された仕組みが有効である限り、基準の遵守を評価する時期については、規制当局が取るアプローチに、ばらつきがあり得る。注記も参照されたい。

CIS 運営者によるリスクおよび法令遵守または内部統制に関する方針および手続きの適切な特定、監視、管理は、確保されるべきであり、CIS の規模や複雑さ、リスクプロファイルに対して、適切であり、かつ、均衡すべきである。

監督を支援し、法令遵守を促進するため、CIS の運営の記録を維持する責任も明確にすべきである。

CIS の運営は、CIS への投資家と、CIS の運営者や関連事業体との間で、利益相反が生じる可能性を伴う。規制システムは、CIS の運営者が利益相反の可能性を特定し、是正措置（適宜、開示などを通じて）を取ることで、実際に生じる相反の適切な管理を確保するように努めるべきである。

いかなる場合も、CIS 事業者は、CIS への投資家にとっての利益を最大化するように、かつ投資家の公正な扱いの原則に従って行動すべきである。一般に、上記の問題（CIS のガバナンス、内部組織、会計手続、記録管理、リスク管理）に加え、CIS の投資選択や事業行動におけるデューデリジェンスなどのトピック（最良執行、適切な取引及び適時な取引配分、手数料、関連当事者取引および引受けの取決めなど）を対象とする規制が必要になる²⁰²。

多くの CIS 運営者は、CIS の一定の運営責任を第三者に代理させる。いかなる形であれ、代理人の使用が CIS の主要な規制や監督の有効性を低下させるのは、許されるべきでない。代理人は、本人の事業活動の遂行に適用できるあらゆる規制義務を課せられるべきである。CIS 運営者は、代理人の遵守に責任を負い続けるべきである²⁰³。

²⁰² *Conflicts of Interests of CIS Operators*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>; *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>。手数料に関する議論は、以下を参照されたい。*Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to the Questionnaire*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>。In relation to soft commissions, see *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>。

²⁰³ *Delegation of Functions*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 12 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

規制システムは、個別の CIS が存続している間、監督を義務づけるべきである。CIS 運営者の監督は、能力、完全性、および投資家保護の高い基準を推進すべきである²⁰⁴。以下に関して、明確な権限が存在すべきである。

- CIS の登録／認可²⁰⁵
- CIS 運営者による法令遵守を確保するための調査
- 違反の疑いに関する調査
- 違反または不履行の発生時に取られる救済措置
- CIS の登録／認可、監督、執行のための外国規制当局との協力

これらの権限は、CIS に基づく責任を負うすべての被監督主体に関して措置を取るのに十分であるべきである²⁰⁶。

²⁰⁴ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²⁰⁵ CIS の登録や認可は、包括的な規制システムに対する文書提出、CIS 登録、または CIS 当事者（運営者とカストディアン）の認可の形を適宜取り得る。以下を参照されたい。*Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²⁰⁶ *An Examination of the Regulatory Issues arising from CIS Mergers*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>。

主要課題

適格性基準

1. 規制システムは CIS 事業者と CIS に対し、当初の認可と事業の継続の両方で明確な基準に従うように義務づけるべきである²⁰⁷。規制システムが定めたとおり、CIS 運営者として活動するための適格性²⁰⁸基準は、CIS 運営者の内部組織に関する要件（リスク管理の仕組み、内部統制および会計手続、CIS の統治など）で構成されるべきである。CIS 運営者の適格性基準遵守や自ら施行した政策・手続きの遵守を評価するため、効果的な仕組みを設けるべきである。
2. 規制当局は、CIS の認可/登録に関して明確な責任と権限を持つべきである²⁰⁹。CIS の認可/登録は、国際協力が必要になる可能性を考慮すべきである。

監督および継続的監視

3. CIS 運営者のビジネスや内部組織の記録は維持されるべきである。記録は、請求があれば規制当局が入手できるようにすべきである。
4. 規制当局は、個別の CIS の存続する期間全体にわたり、適切に監督すべきである。監督は能力、完全性、および投資家保護を高い基準で促進すべきである。
5. CIS に基づく責任を負うすべての被監督主体に関して、措置を取ることが認められ、監督と執行の両方のため外国証券規制当局と情報を共有する明確な権限が存在すべきである。

²⁰⁷ *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。運営者とスキームは、最初の認可と運営継続の両方で、規制当局の示すとおりに、定義された基準をはっきり満たさなければならない。

²⁰⁸ 「適格性」の語は、認可、免許、登録または CIS の運営・販売の他の前提条件を含むように意図されている。以下を参照されたい。*Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。CIS 運営者は、活動当初から適格性基準に従うべきだが（CIS の販売がアクティブかパッシブか、私募を通じてかに拠らない）、規制当局が基準の遵守を評価する時期については、異なるアプローチが取られ得る。

²⁰⁹ 運営者および／またはプールを含む。以下を参照されたい。*Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

利益相反と営業行為

6. 規制システムは、CIS 投資選択におけるデューデリジェンスなど、CIS 運営者が継続的に遵守すべき行動規範を定めるべきである²¹⁰。CIS 運営者は、CIS の投資家にとって最大の利益になるように、かつ投資家の公正な扱いの原則に従って行動すべきである²¹¹。
7. 規制システムは、利益相反が生じるリスクを最小限に抑え、実際に発生した相反については、適宜開示を含め、適切な措置を取ることで正しく特定および管理するように、確保することに努めるべきである。

代理

8. いかなる形であれ、代理人の使用が CIS の主要な規制や監督の有効性を低下させるのは、許されるべきではない。CIS 運営者は、代理させた機能に引き続き責任を負う。CIS 運営者は、自らが形式的存在になる程度まで機能を代理させるのは許されるべきではない²¹²。
9. 代理人は、本人の事業活動の遂行に適用されるあらゆる規制義務の遵守について、直接または本人を通じて説明責任を負うべきである²¹³。

²¹⁰ 運営者は、正当なスキル、相当の注意、デューデリジェンスに即して行動すべきであり、CIS の目的を果たすため、投資ポートフォリオの構造や事務手続きに関して決定する責務を負う。Report on Investment Management、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²¹¹ See Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>; Report on Investment Management、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²¹² Report on Investment Management、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²¹³ Delegation of Functions、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>。

主要論点

適格性基準

1. 規制システムは、以下を望む者の適格性に関する基準を定めているか。
 - (a) CIS の販売²¹⁴
 - (b) CIS の運営²¹⁵
2. CIS 運営者²¹⁶ の適格性基準には、以下の項目が含まれるか²¹⁷。
 - (a) 運営者の誠実性と健全性
 - (b) CIS 運営者の必要な職務を確実に遂行できるように、適切かつ十分な人的および技術的なリソースを持つこと²¹⁸
 - (c) 適切な条件で CIS を立ち上げて運営できる、CIS または CIS 運営者の資金力
 - (d) 特定の権限および職務を遂行する能力²¹⁹

²¹⁴ ブローカー、ディーラー、投資顧問など、CIS の販売・運営に関わる可能性のある市場仲介者をめぐっては、市場仲介者の規制に向けたアプローチについて、市場仲介者に関する原則 29 から 32 も参照されたい。CIS の販売に関する議論は、以下を参照されたい。*Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>.

²¹⁵ CIS の運営に関する議論は、以下を参照されたい。*Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>.

²¹⁶ 運営者および／またはプールを含む。重要な問い 2 は、CIS 運営者が活動当初から従う必要のある適格性基準を指す。一方、重要な問い 3 は、規制当局による基準遵守の評価を指す。

²¹⁷ 適格性基準の遵守を評価する時期については、さまざまな規制上のアプローチを取り得る。

²¹⁸ *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²¹⁹ CIS 運営者には、CIS の目的を果たすため、CIS の投資ポートフォリオの構成や事務手続きに関して決定する責務がある。CIS 運営者は、CIS の構成文書や明細書にとって与えられた権限を越えてはならない。以下を参照されたい。*Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

- (e) とりわけ、CIS の規模、複雑さ、リスクプロファイルに基づき、リスクを適切に特定・監視・管理すること²²⁰
 - (f) 正直かつ公正に、効果的に、勤勉にその事業を遂行できることを保証するため、十分な内部統制と法令遵守の取り決めがあるか²²¹
- 3. 規制システムは、問 2 (a) から 2 (f) に挙げられた基準の遵守を評価する効果的なメカニズムを定めているか²²²。
 - 4. 規制システムは、CIS が CIS の関係者の利益ではなく、CIS の投資家の利益となるように、組織構成と運営が確実になされるように、CIS 統治の基準を定めているか²²³。
 - 5. CIS の認可／登録は、CIS が法域にまたがって販売される場合、または販売担当者、運用担当者、カストディアンが異なる法域に所在する場合に、国際協力が必要になる可能性を考慮しているか。

監督と継続的監視

- 6. 規制当局は、CIS および CIS 運営者に適用される基準の継続的遵守の監視に責任を負っているか。特に規制当局は、以下に関する明確な責任と権限を有しているか。
 - (a) CIS の登録または認可²²⁴
 - (b) CIS 運営者の遵守を確保するための検査

²²⁰ *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>; *Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods*、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD136.pdf>; *Investment Management: Management Culture and Effectiveness*、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD137.pdf>; *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD78.pdf>。

²²¹ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²²² 規制当局が適格性基準の遵守を評価する時期については、異なるアプローチがあり得る。注記を参照されたい。

²²³ IOSCO 専門委員会報告書、*Examination of Governance for Collective Investment Schemes*、第 I 部および第 II 部、それぞれ 2006 年 6 月および 2007 年 2 月を参照されたい。

²²⁴ *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。CIS の合併に関しては、以下を参照されたい。*An Examination of Regulatory Issues arising from CIS Mergers*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>。

- (c) 違反の疑いの調査
- (d) 違反または不履行の発生時の救済措置
- 7. 継続的な監視は、定期的またはリスク評価ベースで、CIS および CIS 運営に携わる主体（CIS 運営者、カストディアンなど）に関して規制当局に提出された報告書の審査を伴うか²²⁵。
- 8. 継続的な監視は、CIS 運営に携わる主体（CIS 運営者、カストディアンなど）の立入検査の適宜実施を伴うか²²⁶。
- 9. 規制当局は、CIS 運営に携わる主体に関して、違反の疑いを特定するため、積極的な調査活動を行うか²²⁷。
- 10. CIS 運営者は、経営陣もしくは組織または CIS もしくは CIS 運営者の定款における重大な変更の情報について、事前または事後のいずれかに、規制当局や投資家に報告する一般的かつ継続的な義務を課せられているか。
- 11. 規制システムは、CIS 事業者の組織や事業の記録を維持する明確な責任を与えているか。規制システムは、CIS 資産が関わる取引および CIS の株式、ユニット、持分の全取引に関連して、帳簿や記録の維持を定めているか。

利益相反と営業行為

- 12. 以下の規定はあるか。
 - (a) CIS と、CIS 運営者または関係機関または関連当事者との間で、利益相反を生む可能性が高い一定の行為を禁止、制限または管理する（適宜開示することを含む）。
 - (b) CIS 運営者に対して、潜在的な利益相反の最小化を図り、実際に生じた相反については、適切な措置を取って特定および適正に管理し（適宜、開示することを通じて）、投資家の利益が悪影響を受けないように確保することを義務づける²²⁸。

²²⁵ 例えば財務諸表。

²²⁶ 規制当局は、CIS 運営者の遵守を確保する検査の遂行で、リスクベースのアプローチを取ることができる。

²²⁷ これは、リスクベースまたは定期的な検査、監査、監視など、訴えによって発動するのではない活動を意味する。

²²⁸ *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part I*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf>; *Best Practices Standards on Anti-Market Timing and Associated Issues*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Conflicts of Interests of CIS Operators*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>。

13.

- (a) 規制システムは、運営に係る行動基準の遵守を CIS 運営者に義務づけているか。
- (b) 特に、CIS 運営者は、投資家の利益を最大化し、かつ公正な取扱いの原則に従って行動するように義務づけられているか²²⁹。

14. 規制システムは、以下に関連する規制上の問題に対処しているか。

- (a) 最良執行
- (b) 適切な取引と適時な取引の配分
- (c) 過剰売買
- (d) 関連当事者取引
- (e) 引受契約
- (f) 投資の選択におけるデューディリジェンス
- (g) 手数料および費用（手数料や費用が、CIS や CIS 投資家から承諾なく徴収されないようにし、手数料のリベート、交渉型売買手数料に関する取り決め、報酬が、CIS 運営者の、投資家の利益を最大化するように行動するという責務に反しないように確保するため）²³⁰。

²²⁹ CIS 運営者は、正当なスキル、相当の注意、デューディリジェンスを伴って行動すべきである。以下を参照されたい。*Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Best Practices Standards on Anti-Market Timing and Associated Issues*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²³⁰ *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>。デューディリジェンスの義務については、以下を参照されたい。*Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。ストラクチャードファイナンス商品の投資については、以下も参照されたい。*Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>。

代理

15. 規制システムは、代理が容認される状況を明確に示しているか、および、CIS 運営者の中核的機能が体系的かつ完全に代理され、段階的または他の形で、形式的存在になるところまで変容するのを禁止しているか²³¹。
16. 代理が容認される場合、代理した機能に法的責任を負う企業を特定する手段を投資家から奪わない形で、代理が行われているか。特に——
- (a) CIS 運営者は、行動規則や他の運営条件の遵守を含め、機能を代理した者の作為または不作為を自らのものであるかのように責任を負うか²³²。
 - (b) 規制システムは、CIS 運営者に対して、十分な能力と資源を保持し、代理人の行動を監視し、代理人の成果を評価するため適切なプロセスを施行するように義務づけているか²³³。
 - (c) CIS 運営者は、代理を解消し、委ねた機能の遂行を適宜代替させる枠組みを実行することはできるか²³⁴。
 - (d) 代理契約および代理人の身元に関して、投資家への開示義務はあるか²³⁵。
 - (e) 規制システムは、代理において、代理人と投資家の利益相反が生じ得る場合に、規制当局が適切な措置を講じるのを許容しているか²³⁶。
17. 代理が認められる場合、その代理が行われることにより、規制当局が代理人を通じて直接または CIS 運営者を通じて、委ねられた機能に関するデータに効果的にアクセスする能力が脅かされないか。

²³¹ *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は、July 1995, available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>. *Delegation of Functions*、上記も参照されたい。

²³² *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²³³ 監視の程度は、代理の範囲、代理の相手（例えば認可を受けた仲介者に対してか、それ以外に対してか）、代理人が所在する法域の種類に左右される。

²³⁴ *Delegation of Functions*、上記を参照されたい。

²³⁵ 同書

²³⁶ 同書

注釈

規制当局が、執行目的のためのスキームにもとづく責任において、より広くは規制目的が確実に達成されるため、すべての被監督主体に関して継続的に監督し、措置を講じる能力を検討すべきである。この目的のため、評価者は適宜、原則 10、11、12 の評価を参照すべきである。

評価対象法域の CIS 事業の国際的特徴に注意すべきである。原則によれば、これらの要素は、適切な監督を妨げるべきではない。評価者は、規制システムが、CIS の登録と監督で国際協力を行い得る必要性を認識しているかどうかを考慮すべきである。特に CIS が複数の法域にまたがって販売される場合や、販売担当者、運用担当者、カストディアンが異なる法域に所在する場合がそうである。適宜、国際協力の原則 13、14、15 の評価を相互参照すべきである²³⁷。

主要論点 2 (e) に関して、評価者は、CIS の規模、複雑さ、リスクプロファイルに見合うように、例えば、CIS 運営者が適切かつ文書化された方針・手続きおよび独立したリスク管理部門に支えられて、リスク管理の枠組みを備えておくべき度合いを考慮できる。

主要論点 2 および 3 に関して、評価者は、(CIS 運営者が) 活動当初から適格性基準を遵守する必要があるが、例えば CIS 運営者の正直さや誠実性など、登録／認可の適格性の評価時期については、異なる規制上のアプローチがあり得ることを考慮すべきである。適格性のテストは、規制当局が CIS 運営者の正直さと誠実性に接近できる唯一の手段ではない（例えば、法定の資格喪失が、受け入れられる代替的アプローチになるかもしれない）。規制当局が主要論点 3 に従うため、最初の認可のときに適格性基準を評価する必要はない。しかし、CIS 運営者が資格を得て CIS を販売または運営する状況を確保するため、投資家保護の観点から有効な仕組みを設けておく必要がある。評価者はこの点で、規制システム全体—所管当局が CIS の販売開始前に適格性基準の遵守を評価する範囲と、適格性基準の遵守継続を効果的に監視する趣旨の厳格な検査プログラムの存在の両方—を検討する必要がある。

主要論点 4 に関して、評価者は例えば、CIS 運営者の内部組織や活動が、客観的かつ情報を踏まえた視点から、独立した審査や監視を受けるように義務づけられているかどうかを考慮してもよい。

主要論点 6 (d) に関して、評価者は、規制当局が、認可／登録の取り消し、CIS の資産または CIS 運営者の資産の凍結、行政訴訟や民事訴訟の提起、適宜刑事訴訟の勧告といった措置を取るなど、投資家の利益を保護するための十分な権限を持っているかどうかを検討すべきである²³⁸。違反や不履行の発生時の救済措置には、CIS の無許可運営および／または CIS 運営者の義務違反に対する効果的な、バランスの取れた、抑止的な制裁措置が含まれるべきである。

²³⁷ CIS に関する本セクションの前文も参照されたい。

²³⁸ *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

評価者はまた、CIS の無許可の運営および／または CIS 運営者の義務違反に対する制裁が、評価対象法域内で整合的に適用されているかどうかを考慮すべきである

主要論点 8 および 9 に関して、評価者は、CIS 運営に携わる主体が証券規制当局の規制の対象でない場合、関連する立入検査や調査が、他の関連金融規制当局と協力して行い得ることを考慮すべきである。

主要論点 11 に関して、評価者は、CIS の内部組織や事業に関して、適切な帳簿や記録が適時および清算時に維持されるように義務づけられているかどうかを検討すべきである²³⁹。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 9、16 (d) および 16 (e) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 5、7、8、9、10、14 (a) 、14 (b) 、14 (c) 、14 (d) 、14 (e) 、14 (f) 、14 (g) 、15、16 (d) 、16 (e) および、問 12 (a) と 12 (b) のいずれか一方を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、1 (b) 、2 (a) 、2 (b) 、2 (c) 、2 (d) 、2 (e) 、2 (f) 、3、4、6 (a) 、6 (b) 、6 (c) 、6 (d) 、11、13 (a) 、13 (b) 、16 (a) 、16 (b) 、16 (c) または 17 の 1 つ以上、および問 12 (a) と 12 (b) の両方に肯定的に回答できない。

²³⁹

Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>。

原則 25	規制のシステムは、CIS の法的形式・構造及び顧客資産の分別・保護を規定するルールを定めるべきである。
--------------	--

CIS の法的形式および構造は、法域によって異なるが、投資家保護にとって重要である。構造が、CIS 参加者の利益や権利に影響を与え、投資家の資金を他の主体や運営者の資産から区別・分離できるようにすることからである。

CIS 用に選択された法的形式・構造は、スキームに付随する不履行や違反のリスクの性質に影響する。規制システムは、CIS の法的形式・構造や CIS に付随するリスクの性質への影響が、投資家に開示されるように義務づけるべきであり、投資家にとってのこうしたリスクが、法律、行動規範、CIS 構成文書の強制的条項のいずれかを通じて対処されるように確保すべきである。

規制システムは、（適切な状況下で）独立したカストディアンおよび／または保管振替機構の活用などを通じて、顧客資産の十分な分別と保護を確保すべきである。顧客資産とは、証券、ポジション、およびデリバティブの場合は、担保、該当するときは証拠金の支払いを含め、投資家に代わって CIS で保有または支配されている資産と解釈すべきである。

規制システムは、CIS 運営者の損失や破綻のリスクから顧客資産を守る効果的な仕組みが、投資家保護や金融市場の信頼に利益を与えることを認識すべきである²⁴⁰。

規制当局は継続的な監視の一環として、破産法や投資サービス法、規則や慣行、市場の効率性や投資家保護の必要性を踏まえ、顧客資産保護の全体目標を最も良く達成する仕組みが法域内に存在するように、努めるべきである²⁴¹。

規制当局は、CIS 運営者および／または CIS の破綻が、金融システムや、より広範な経済へのシステムミックな影響をもたらし得ることも、考慮すべきである。

主要課題

法的形式／投資家の権利

1. 規制システムは、CIS の法的形式や投資家の権利と利益の性質に対処すべきである。このような形式と権利については、適切な開示が投資家に与えられるべきである。こうした権利が CIS 運営者の裁量に委ねられたままにしておくべきではない。

²⁴⁰ Client Asset Protection 、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 8 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>.

²⁴¹ 同書

2. 監督は、投資や借入の種類や水準に関する規制の遵守が確保されるように努めるべきである²⁴²。

資産の分別／保管

3. 規制システムは、投資家の資産プールを CIS 運営者および他の主体の資産から十分に分別するように、確保すべきである。
4. 規制システムは、CIS 運営者の損失や破綻から顧客資産を守る効果的な仕組みが施行され、第三者のカストディアンが用いられるときは、顧客資産が第三者のカストディアンから見て、そうであると識別され、かかる資産に同等の保護が与えられるように、確保すべきである²⁴³。
5. 所与の CIS で選択される法的形式・構造に付随する不履行や違反から生じるリスクは、投資家に開示されるべきである。
6. 規制システムは、投資家にとっての上記リスクが、法律、規則または義務的な取決めによって、正当に対処されるように確保すべきである。

主要論点

法的形式／投資家の権利

1. 規制システムは、CIS の法的形式・構造に関して、参加者の利益や関連する権利に関する要件を定めているか。
2. 規制システムは、CIS の法的形式・構造や、CIS に付随するリスクの性質に与える影響について、CIS 運営者の裁量に左右されない形で投資家に開示されるように、定めているか²⁴⁴。
3. 形式・構造面の義務の履行を確保する責任が、規制当局にあるか²⁴⁵。
4. 規制システムは、投資家の事前承認を要しない重大な変更が、投資家の権利に加えられるとき、変更が発効する前に投資家に通知するように定めているか²⁴⁶。

²⁴² *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会報告書、1995 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>。

²⁴³ *Client Asset Protection*、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 8 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>。

²⁴⁴ *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>。

²⁴⁵ 同書

²⁴⁶ 同書

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

5. 規制システムは、重大な変更が投資家の権利に加えられる場合、関連する規制当局に届け出るように定めているか²⁴⁷。
6. 規制当局は、投資や借入の種類や水準の制限が遵守されることを目的とした権限を有しているか²⁴⁸。

資産の分別／保管

7. 規制システムは、CIS の資産と、CIS 運営者や運用担当者または他の主体の資産を十分に分別するように義務づけているか²⁴⁹。
8. 規制システムは、次のような CIS 資産の保管を統括する義務を定めているか。
 - (a) 適切な状況で独立しているカストディアンおよび/または預託者に資産を委託する義務
 - (b) カストディアンおよび/または預託者の機能が、投資機能に責任を負う同じ法的主体（すなわち関連する主体）によって果たされる場合、特別な法的または規制面の予防装置²⁵⁰
 - (c) CIS 運営者の損失や破綻から顧客資産を適切に保護すること、および第三者のカストディアンが用いられる場合は、顧客資産が第三者のカストディアンから見て、そうであると識別され、顧客資産に同等の保護が与えられる義務（カストディアンが保管している資産の全部または一部を第三者に委託するときも含む）²⁵¹
9. 規制システムは、必要に応じて CIS 運営の秩序だった解散に踏み切ることを適切に定めているか。

²⁴⁷ 同書

²⁴⁸ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; IOSCO 公開文書第 45 番、*Report on Investment Management*、IOSCO 専門委員会（1995 年 7 月）

²⁴⁹ *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会ディスカッションペーパー、1996 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD60.pdf>; *Client Asset Protection*、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 8 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>。

²⁵⁰ *Guidance on Custody Arrangements for CIS*、上記；*Client Asset Protection*、上記。

²⁵¹ 第三者のカストディアンが用いられるとき、CIS 資産とカストディアン自体の資産が分別されるべきである。正当化できない義務の不履行や不適切な履行の結果、投資家が受ける損失に対するカストディアンの責任は、保護預かり資産の全部または一部が第三者に委託されている事実に影響されてはならない。以下を参照されたい。*Guidance on Custody Arrangements for CIS*、上記；*Client Asset Protection*、上記；*Report on Investment Management*、上記。

注釈

評価者は保管を評価する際、評価対象法域の監督体制が、現金預金を含む CIS の全投資が、適切に保管できるかどうかを検討すべきである。

スキームに付随するデフォルトまたは違反のリスクに対し、システムが適切な対処を確保できるかどうか、検討すべきである。CIS 投資家の利益は、CIS の継続期間中だけでなく、解散を要する状況により継続性に支障が出るときも、適正に保護されることが重要である。

評価者は、CIS 投資家の権利や、投資家の権利行使に対する障害を明確に開示すべきことが、規制システムにより義務づけられていることを検証すべきである。原則は、多くは私募で売り出されている、デリバティブを包含する CIS に包括的に対応しているわけではない。

評価者はまた、CIS の監督は金融安定を促進するかどうかを考慮すべきである。この目的のため、評価者は適宜、原則 6 の評価を参照すべきである。

主要論点 3 に関して、評価者は、CIS の形式や構造に関する義務が評価対象法域内で執行された証拠があるかどうかを検討すべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 4 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 4 および 5 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2、3、6、7、8 または 9 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 26	規制は、発行体のための原則で示されたように、特定の投資家にとっての CIS の適合性や、持分の価値を評価するために必要な開示を義務づけるべきである。
--------------	--

この原則は、CIS 投資の価値にとって重要な事項が、投資家や潜在的投資家に確実に開示されることを意図している。CIS に関する開示は、CIS のパフォーマンスを評価する投資家がリターンだけでなく、リターンを生む際に負うリスクにも焦点を当てて、投資手段の本質やリスクとリターンの関係を投資家が理解するのを支援すべきである²⁵²。半面、投資家は、自分がさらされる市場リスクの水準を自由に選択できるべきである。

開示の目的は、CIS が適切な投資手段かどうか、どの程度そうなのかを評価するため、投資家の種類に配慮して、理解しやすい言語とフォーマットで、投資家に十分な情報を適時提供することに置くべきである²⁵³。

開示は、さまざまな CIS の比較可能性を促進すべきである²⁵⁴。

²⁵² *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>; *Investor Education*、IOSCO 新興市場委員会報告書、2003 年 1 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD140.pdf>; *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators*、IOSCO 専門委員会報告書、2001 年 3 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD117.pdf>; *Disclosure of Risk - A Discussion Paper*、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD59.pdf>.

手数料および費用の開示義務の議論は後述。

²⁵³ *Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD131.pdf>.

²⁵⁴ *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>.

開示について、細かく注意する必要がある 1 つの側面は、CIS に基づき課せられ得る一切の手数料およびその他の費用の開示である。手数料および料金に関する情報は、投資家はその性質、構造、CIS の運用成績への影響を理解できる形で、潜在的投資家と現在の投資家の両方に開示されるべきである²⁵⁵。また、投資方針も明確に開示されるべきである²⁵⁶。

CIS に関する広告は、不正確、虚偽または誤解を招く説明が含まれるべきではない。

主要課題

1. 開示は、投資家が投資手段の性質や、リスクとリターンを理解するのに支援すべきである。
2. 手数料および費用を含め、CIS の価値にとって重要なあらゆる事項は、投資家と潜在的投資家に開示されるべきである。
3. 情報は、投資家の種類に配慮して、適時かつ理解しやすい形式や言語で提供されるべきである。
4. 投資方針を明確に開示すべきである。

²⁵⁵ *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 2 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD144.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会市中協議報告書、2002 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD130.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*、IOSCO 新興市場委員会報告書、2000 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD114.pdf>.

²⁵⁶ 議決の実務の開示義務に関する議論は、以下を参照されたい。*Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*、IOSCO 専門委員会市中協議報告書、2002 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD129.pdf>; *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>; 以下も参照されたい。*An Examination of the Regulatory Issues arising from CIS Mergers*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>。リスクに関する議論については、以下を参照されたい。*Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practice*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>。

5. 監督は、表明された投資方針や取引戦略、規制により義務づけられているすべてのポリシーが、確実に遵守されるように努めるべきである。
6. CIS に関する広告は、不正確、虚偽または誤解を招く説明を含むべきではなく、投資家が CIS 投資について自分で判断する能力を損なうべきではない。

主要論点

1. 規制システムは、CIS の評価にとって重要なすべての事項を適時に投資家や潜在的投資家に開示するように義務づけているか。
2. 規制システムは、上記問 1 で言及された情報が、投資家の種類に配慮して、理解しやすい形式や言語で、投資家や潜在的投資家に開示されるように義務づけているか²⁵⁷。
3. 規制システムは、募集文書や定期報告書を投資家に開示する際、標準書式の使用を義務づけているか。
4. 規制システムには、投資家や潜在的投資家が、自分にとっての当該 CIS の適合性を評価できるように、一般的な開示義務が含まれているか。
5. 規制システムは特に、募集文書や他の一般公開情報に、以下の項目を含めるように義務づけているか。
 - (a) 募集文書の発行日
 - (b) CIS の法的構成に関する情報
 - (c) CIS における投資家の権利
 - (d) 運営者とその財産に関する情報
 - (e) 資産評価のメソドロジーに関する情報
 - (f) ユニット／持分の購入、解約、プライシングの手続き
 - (g) CIS に関する監査済みの財務情報

²⁵⁷

Disclosure of Risk – A Discussion Paper、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD59.pdf>; and *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会市中協議報告書、2002 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD130.pdf>; *An Examination of Regulatory Issues arising from CIS Mergers*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Performance Presentation Standards for CIS*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; および *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>.

- (h) カストディの取決めにに関する情報（存在する場合）²⁵⁸
 - (i) CIS の投資方針
 - (j) 投資目的達成に伴うリスクに関する情報
 - (k) CIS に関して重要かつ独立した役割を持つ外部の管理者、投資運用担当者、顧問の選任（代理を含む）
 - (l) CIS に関する手数料および費用——投資家が性質、構造、CIS の運用成績への影響を理解できる形とする²⁵⁹
6. 規制当局は、募集文書に関して、制止または介入する権限を有しているか。例えば、情報が不正確、誤解を招く、もしくは虚偽の場合、または提出／認可要件を満たさない場合に、活用できる規制措置はあるか。
 7. 規制システムは、募集文書以外の宣伝資料をカバーしているか。特にそれは、不正確、虚偽または誤解を招く宣伝を禁止しているか。募集文書以外の宣伝資料に関して、規制当局が活用できる規制措置はあるか。
 8. 規制システムは、募集文書が CIS に影響を与える重大な変更を踏まえて、最新の状態に保たれるように義務づけているか。
 9. 規制システムは、年 1 回、半年に 1 回または他の周期で、CIS の活動に関する報告書の作成を義務づけているか。
 10. 規制システムは、定期報告を適時公開するように義務づけているか²⁶⁰。
 11. 規制システムは、CIS の会計報告が、高度かつ国際的に受け入れられる水準の会計基準に準拠して作成されるように、義務づけているか。

²⁵⁸ *Client Asset Protection*、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 8 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>。

²⁵⁹ *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Performance Presentation Standards for CIS*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*、IOSCO 専門委員会市中協議報告書、2003 年 2 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD144.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会市中協議報告書、2002 年 7 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD130.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*、IOSCO 新興市場委員会報告書、2000 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD114.pdf>。

²⁶⁰ 注記も参照されたい。

12. 規制当局は、表明された投資方針や取引戦略、CIS が手掛ける権限を得ている投資、規制によって義務づけられたポリシーを確実に守らせる権限を有しているか²⁶¹。

注釈

評価者は適宜、原則 16 から 21 に基づく評価を相互に参照すべきである。CIS は通常、個人投資家をターゲットにしており、それゆえ、スキームの投資方針や取引戦略に付随するリスク、過去の運用成績の参照、スキームに基づいて課せられるであろう手数料および他の費用などの要素が、不適切に表示されて投資家が誤解したりしないような規制システムの構造が確保されるように、特段の注意を払うべきである。情報は、投資家の種類に配慮して、理解しやすい形式や言語で与えられるべきである。評価者は、CIS ビジネスが個人向けの性質を持つことを適正に評価すべきである。

問 5 (g) の目的において、募集文書または他の一般公開情報は、従前または同時に提供されるまたは入手可能になる「CIS に関する監査済みの財務情報」を参照できる。

問 6、7 および 12 の目的において、評価者は、規制当局が当該分野で取った措置に関する証拠があるかどうか、考慮すべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 3 または 10 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 3、5 (b) 、10 および 11 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2、4、5 (a) 、5 (c) 、5 (d) 、5 (e) 、5 (f) 、5 (g) 、5 (h) 、5 (i) 、5 (j) 、5 (k) 、5 (l) 、6、7、8、9 または 12 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

²⁶¹ Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>.

原則 27	規制は、CIS のユニットにおける資産価値評価、プライシング、償還を行うための適正で開示された基礎が存在するよう確保すべきである。
-------	---

CIS 資産の適正な評価は、CIS が信頼性の高い頑健な投資手段として投資家の信頼を確保し、特に市場価格が得られない場合に、適切に投資家を保護する上で、極めて重要である。規制は、CIS の全財産が公正かつ正確に評価され、CIS の純資産額（以下「NAV」という）の正確な計算が確保されるように努めるべきである²⁶²。

規制システムは、担当当局が関連規則の遵守を確保するのを認めるべきである。

規制は、投資家や潜在的投資家が経常的に運用成績を評価できるように、定期的に CIS の価格を公表または開示するよう、CIS 運営者に義務づけるべきである。

CIS を統括する法や規則は、投資家が構成する文書および／または目論見書で明確にされた基準に基づいてユニットを解約できるようにすべきである。規制システムは、日常的な評価やプライシング、定期的な解約に対し、停止や延期が存在し得る一般的または個別の状況に対処すべきである。

主要課題

資産評価

1. 規制は、CIS の全財産が公正かつ正確に評価され、CIS の純資産額（NAV）が正しく計算されるように確保すべきである。投資家の利益は一般に、価値ベースの報告（value-based reporting）を用いることで²⁶³、信頼できる時価や評価額を決定できる場合に、より良く保護される²⁶⁴。

²⁶² *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1997 年 9 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会報告書、1999 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD91.pdf>; *CIS Unit Pricing*、IOSCO 新興市場委員会報告書、1999 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD92.pdf>; および *A Comparison Between the Technical Committee Report and the Emerging Markets Committee Report on Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*、IOSCO 専門委員会・新興市場委員会合同報告書、1999 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD93.pdf>。

²⁶³ 時価報告とは、金融資産のプライシング、すなわち入手可能かつ信頼できる場合に市場価格（時価）を用いることと解される。

²⁶⁴ 一部の法域では義務的要件である。 *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

2. CIS は、所定の間隔で定期的に評価されるべきである。
3. CIS 運営者は、投資家や潜在的投資家が CIS の運用成績を経常的に評価できるように、定期的に CIS の価格を公表または開示に責任を負うべきである。
4. 評価方法は、投資家の利益にとって、変更するのが望ましい場合を除き、整合的に適用されるべきである。

プライシングと解約の問題

5. 規制は、投資家がユニットを解約できる事由が、構成文書および/または目論見書で明らかにされるように義務づけるべきである。
6. CIS の持分の購入・解約が非差別的に影響を受けるように、購入する、継続する、解約する投資家が公平に扱われるべきである。
7. 規制は、停止の権利が、CIS 運営者の利益ではなく、投資家の利益を保護するように確実を期すべきである。
8. 規制当局は、解約権停止の届出を受けるようにあるべきである。

主要論点

資産評価

1. CIS 資産の評価に関して、具体的な規制義務はあるか²⁶⁵。
2. CIS の NAV を次の形で計算する規制上の義務はあるか。
 - (a) 日常的に
 - (b) 整合的に適用される高度で受入可能な会計基準に従って²⁶⁶
3. 市場価格が得られない資産の時価算出に関して、具体的な規制上の義務はあるか²⁶⁷。
4. 独立の監査人が CIS 資産の評価額を確認するように義務づけられているか²⁶⁸。

プライシングと解約の問題

²⁶⁵ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*、上記も参照されたい。加えて、流動性のない資産の評価に対する何らかの段取りも適宜設けるべきである。重要な問題 3 も参照されたい。

²⁶⁶ 同書

²⁶⁷ 同書

²⁶⁸ 注記を参照されたい。以下も参照されたい。 *Guidance on Custody Arrangements for CIS*、上記。

5. 規制システムは次のとおりか。
 - (a) 投資家がユニット／持分を解約できる事由が、構成本書および／または目論見書で明らかにされるように義務づけている。
 - (b) CIS のユニット／持分の解約または購入のプライシングに関して、具体的な規制上の義務を定めている。
6. 規制は、行われた評価額算出が公正かつ信頼できるように確保しているか。
7. 規制は、CIS の価格が投資家や潜在的投資家に対し、日常的に開示または公開されるように義務づけているか。
8. 規制上の義務、実務規則および／またはプライシングの誤りに対処する規則はあるか。関連する規制当局は、規則を執行できるか。
9. 規制システムは、日常的な評価額算出やプライシング、または定期的な解約について、停止や延期があり得る一般的または個別の状況に対応しているか。
10. 規制当局は、資産評価やプライシングに適用される規則の遵守を確保するための権限を持っているか。
11. 規制システムは、規制当局が以下であるように義務づけているか。
 - (a) 解約権の停止または延期について届け出を受ける。
 - (b) CIS 運営者が解約を守らない状況、または CIS の構成本書および目論見書もしくは CIS 参加者と CIS 運営者の契約関係に整合しない態様で、もしくは他の形で国内法違反と見なされる態様で解約停止を課している状況に、対処する権限を持っているか。

注釈

CIS 財産の評価額算出と NAV の算出は、NAV²⁶⁹が、投資家が CIS に投資するときの支払価格（前払費用が上乗せされる）と、持分が清算される場合の投資家の受取価格（清算費用が追加的に課せられる）を反映するため、極めて重要である。評価者は、計算方式と NAV の公表の時期や頻度に適切に留意すべきである。評価者はまた、運営者が CIS 財産の公正かつ正確な評価を確保するシステムや統制を施行し、NAV の計算が上記主要課題 2 に示した各評価時点で正確なことを、CIS の監督が確認しているかどうかを評価すべきである。

評価額算出の種類と頻度は、解約権の利用可能性と時期、CIS 内に保有し得る権益の種類、および許可された CIS の法的構造に左右されるだろう。

²⁶⁹ NAV は、CIS 投資の総価額を既発のユニット数で除し、発生した手数料、費用および他の債務の調整額を加減して算出される。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

ユニット／持分の解約権は、オープンエンド型 CIS の重要な特徴である。評価者は、投資家が解約時に負担する手数料や費用が、投資家の権利行使を妨げるためだと受け取られないように規則が施行されているかどうかを評価すべきである。評価者は、投資家の権利の保護を損なう形で停止権が行使されたりせず、規制当局が投資家の権利の保護を狙った決定を強制できる点を考慮すべきである。クローズドエンド型ファンドの場合、評価者は、かかる CIS がどのように定期的にプライシングされるかを検討してもよい。

主要論点 6 に関して、評価者は、CIS の NAV 算出の正確性が、原則 19－21 に即して十分な水準の監督を受け、独立している監査人のチェックを受けるように義務づけられているかどうかを検討すべきである。〔主要論点 6 に肯定的に回答するために、独立した監査人が CIS の個々の評価をチェックする必要はない。〕

主要論点 10 に関して、評価者は、資産評価とプライシングの義務が評価対象法域で執行されている証拠があるかどうか、検討すべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 8 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 3、4、8 および 10 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2 (a)、2 (b)、5 (a)、5 (b)、6、7、9、11 (a) または 11 (b) の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 28	規制は、ヘッジファンドや、ヘッジファンドの運用担当者／顧問が適切な監督に服するよう確保すべきである。
--------------	---

一部の法域はヘッジファンドを CIS として規制するかもしれないが、原則 28 はこのセクションで唯一、ヘッジファンドおよび／またはヘッジファンド運用担当者／顧問の規制を評価する際に適用できる原則である。

IOSCO は従前の作業で²⁷⁰、ヘッジファンドに画一的な定義はなく、ヘッジファンドおよび／またはヘッジファンド運用担当者／顧問の規制にさまざまなアプローチを取り得るのを認識した。留意すべき重要な点は、規制システムが、ヘッジファンドの運営を希望する者（運用担当者／顧問）の認可／登録、規制や監視（および／または――該当する場合²⁷¹――ファンドの登録）について、基準を定めるべきということである。

関連する規制上の義務は、規制当局がファンド本体のレベルで、ヘッジファンドが呈するリスクの全体像を把握できるようにあるべきである²⁷²。登録／認可のプロセスで必要となる情報は、あらゆる潜在的な投資家にとっても、購入契約または他の資産運用契約の前に、入手可能となる²⁷³。

²⁷⁰ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁷¹ 一部の証券規制当局は、ファンド本体のレベルで、ファンド固有の情報入手を促進し、ファンドが呈するリスクの全体像をつかむため、規制面の義務を課しているだろう。このようなファンドのレベルの直接的規制は、ファンドの登録／認可のほか、ファンドの継続的監視を伴う可能性がある。このような規制の重ねがけが、システミックリスクや市場の完全性のリスクへの対処に必要かどうかは、現地の状況や業界の構造を反映する。このメソドロジーのいかなる点も、ファンドの登録を義務づけていると解すべきでない。

²⁷² *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁷³ 同書

登録を義務づけられるヘッジファンド運用担当者／顧問は、参入時と継続時の適切な規制義務の対象となるべきであり²⁷⁴、継続的に監督／監視されるべきである。IOSCO は従前の作業で²⁷⁵、規制上の監督について、よりシステミックに重要な、および／またはより高リスクのヘッジファンド運用担当者に、重きを置くように勧告した。例えば、取り得る 1 つのアプローチとして、最低限のカットオフの設定が考えられる。あり得るカットオフの水準は、レバレッジ、経済的エクスポージャーなどの一定の特徴を考慮して、決定できよう。もう 1 つの可能性は、比例原則を考慮して、すべてのヘッジファンド運用担当者の登録を義務づけつつ、一定の最小限のカットオフの水準を下回る運用担当者に低水準の継続的な監視を検討することである²⁷⁶。評価者は、原則 28 の実施を評価する際、ヘッジファンド運用担当者／顧問がもたらすリスクに従って、法域がそれらを規制および監督しているかどうかを判定すべきである。

主要課題

1. ヘッジファンド運用担当者に対する規制上の監督は、ヘッジファンドが呈するリスクを反映しており、リスクベースおよび比例原則（つまり、運用されるヘッジファンドの規模や複雑さに対して）など、よりシステミックに重要な、および／またはより高いリスクに焦点を当てるべきである²⁷⁷。
2. 登録が義務づけられたヘッジファンドおよび／またはヘッジファンド運用担当者／顧問は、関連する参入基準に従うべきである。登録／認可プロセスを通じて提供される情報は、ヘッジファンド運用担当者／顧問および／または運用されるファンドのビジネスに、十分な透明性をもたらすべきである。²⁷⁸
3. 登録が義務づけられたヘッジファンド運用担当者／顧問は、以下に関連する適切な継続的規制要件の対象とされるべきである。
 - (a) 組織および業務の基準
 - (b) 利益相反および他の事業活動規則
 - (c) 投資家への開示

²⁷⁴ ヘッジファンドが投資会社として設立され、外部取締役を選任しない場合、「ヘッジファンド運用担当者」に言及した義務は、投資会社自体と運用担当者が遵守すべきである。

²⁷⁵ 同書

²⁷⁶ 同書。上記のとおり、「ヘッジファンド」の整合的かつ意見の一致した定義は存在しない。どの投資手段が「ヘッジファンド」と特徴付けられるかの判定は、規制当局に委ねられる。

²⁷⁷ 同書

²⁷⁸ 同書

(d) 健全性要件²⁷⁹

4. 証券規制当局は、必要に応じて他の規制当局と協力し、プライム・ブローカーや銀行のシステミックに最も重要および／またはよりリスクの高いヘッジファンドの取引相手に関する情報を、非公開で報告させるようにすべきである²⁸⁰。
5. ヘッジファンド運用担当者／顧問は、システミックリスクの目的（同リスクの特定、分析、緩和など）で、規制当局に情報を提供すべきである²⁸¹。
6. 規制当局は、グローバルに活動するヘッジファンド運用担当者／顧問および／またはヘッジファンドの効率的かつ効果的な監視を容易にし、システミックリスク、市場の完全性、ヘッジファンドの活動またはエクスポージャーから生じる他のリスクを、国際的なリスク緩和の観点から特定するのを助けるために、適宜互いに協力し、情報共有する権限を持つべきである²⁸²。

²⁷⁹ 同書。健全性規制は法域ごとに異なり得る。どの形の健全性規制がヘッジファンドの示すリスクにとって適切かは、それぞれの法域が決めることができる。注記を参照されたい。また、ヘッジファンド運営者の最小限の健全性要件について、合同フォーラムが発表した勧告も参照されたい。*Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation*、合同フォーラム報告書、2010年1月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD315.pdf>。さらに IOSCO の関連文献は次のとおり。評価額算出に関しては、*Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007年11月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>；ヘッジファンドの資金に関しては、*Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds Related Issues Based on Best Market Practices*、専門委員会報告、最終報告書、2009年9月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD305.pdf>；*Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds of) Hedge Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2003年2月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf>。*Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告書、最終報告書、2009年6月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>。や、注記も参照されたい。

²⁸⁰ 証券規制当局がヘッジファンド運用担当者から情報を集める目的は、ヘッジファンドのプライム・ブローカーやカストディアン、ヘッジファンドのリスクエクスポージャーに関して、システミックリスク目的（システミックリスクの特定、分析、緩和など）で入手し得る情報を得ることにある。*Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009年6月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf> を参照されたい。この IOSCO ヘッジファンド監視報告書は、関連する健全性規制当局によるプライム・ブローカーや銀行からの情報収集も勧告している。ヘッジファンド監視報告書の指摘によれば、「（健全性規制当局による）プライム・ブローカーや銀行からの情報収集の主眼は、（ファンドや銀行の）リスク選好を測り、大規模かつ高度にレバレッジを利かせたファンドの出現を見極め、事業分野に沿って銀行のカウンターパーティー・エクスポージャーを集約する能力を評価し、プライム・ブローカーの緩やかなネットワークを築くこと」とされる。これに関連した懸念は次のとおり。「ヘッジファンドに融資や他のサービスを提供するプライム・ブローカーと銀行は、単一のファンドやヘッジファンド群の大幅損失や破綻が、システム全体に影響し、実体経済にも影響が広がる恐れが浮上するときの主要伝達メカニズムとなり得る。これは、信用収縮や支払い・決済サービスの混乱を経由して起こる可能性があり、そこから実体経済に直接影響を及ぼす可能性がある。」

²⁸¹ 同書。注記も参照されたい。

²⁸² 同書。注記も参照されたい。

主要論点

ヘッジファンド運用担当者／顧問の登録／認可、（関連する場合は）ヘッジファンドの登録／認可

1. 規制システムは、以下に関する基準を定めているか。
 - (a) ヘッジファンドの運営を希望する者（運用担当者／顧問）の登録／認可と規制
 - (b) および／またはファンドの登録²⁸³
2. 規制システムは、主要課題 2 で検討した、登録／認可時に規制当局に提供しなければならない情報を指定しているか²⁸⁴。

内部組織および事業活動の基準

3. 規制システムは、適切なリスク管理や顧客資金・資産の保護と分離を含め、ヘッジファンド運用担当者／顧問が継続的に遵守すべき内部組織と事業活動の基準を（もたらされるリスクの観点から）定めているか²⁸⁵。

利益相反と他の事業活動規則

4. 規制システムは、ヘッジファンド運用担当者／顧問が適切に利益相反²⁸⁶を管理し、そうした利益相反や管理の仕方に関して、規制当局と投資家（潜在的投資家を含む）に全面的な開示と透明性を提供するための基準を定めているか。

²⁸³ 同書。規制の適用除外／緩和されたヘッジファンドおよび／またはヘッジファンド運用担当者／顧問については、注記も参照されたい。

²⁸⁴ 同書。注記も参照されたい。

²⁸⁵ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>。評価者は、主要論点 3 の適用を評価する際、少なくとも注記で言及した問題を検討すべきである。

²⁸⁶ 他のファンド運用担当者と同様に、ヘッジファンドの運用担当者は（組織と個人の両方で）相当な利益相反にさらされる。前者の区分には、組織としてのヘッジファンド運用担当者に影響する相反が含まれ、例えば投資／トレード／ブローカーの配分の慣行、会員との非公開の報酬規定、取引相手との非公開の報酬規定がある。後者の区分には、個人のトレーディングや個人の投資、発行体との個人的なビジネス上のつながりなど、個人の相反が含まれる。以下を参照されたい。*Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>。報酬の構造や慣行については、強力な統治メカニズムに従い、利益相反の問題を管理し、ヘッジファンド業務に本質的に伴うことの多い短期の利潤動機を抑えるべきである。以下を参照されたい。*Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>。原則 8 も参照されたい。

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

規制当局と投資家への開示

5. 規制当局は、ヘッジファンドがシステムの安定性にもたらすリスクを評価できるように、ヘッジファンド運用担当者／顧問から、業務や運用ファンドに関する適切な情報を入手できるか²⁸⁷。
6. 規制システムは、もたらされるリスクを念頭に、ヘッジファンド運用担当者／顧問やファンドが投資家に適切に開示するための基準を定めているか²⁸⁸。

健全性規制

7. 登録を義務づけられたヘッジファンド運用担当者／顧問は、自らがもたらすリスクを反映した適切な継続的な健全性義務の対象となるか。

監督と執行

8.
 - (a) 規制システムは、登録を義務づけられたヘッジファンド運用担当者／顧問の継続的な監視を定めているか。
 - (b) 規制当局は、ヘッジファンド運用担当者／顧問、彼らの記録および／またはヘッジファンドにアクセスし、検査する権限を有するか²⁸⁹。
 - (c) 規制当局は、不正行為者に対して執行する権限を有するか²⁹⁰。
9. 適切な守秘上の予防措置と国内法の制限を条件に、監督と執行の観点から、規制当局は以下を行う権限を有するか。
 - (a) 外国の規制当局に代わって、ヘッジファンド運用担当者／顧問および／またはヘッジファンドから（ならびに他の国内規制当局との協力を通じて、ヘッジファンドの取引相手から）、必要に応じて関連情報を収集する。

²⁸⁷ この情報収集は、ヘッジファンドがもたらし得るシステミックリスクの現在または潜在的な源を、規制当局が個別または集合的に特定するのに役立ち、その結果、規制当局が、さまざまな戦略で用いられたレバレッジとファンドの「足跡」の大きさ、資産／負債のミスマッチの大きさ、大規模な市場・商品の集中と流動性の問題、ヘッジファンドのカウンターパーティーリスクをより良く把握するのに役立つだろう。以下を参照されたい。*Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>。注記も参照されたい。

²⁸⁸ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>。開示のタイミングは規制当局が決める。注記も参照されたい。

²⁸⁹ 同書

²⁹⁰ 同書。注記も参照されたい。

- (b) 適切と認められる場合、システミックまたは他の重大なリスクをもたらす可能性のある、国際的に活動するファンドについて、他の関連規制当局と適時かつ継続的に情報交換する。
10. 証券規制当局は、ヘッジファンド運営者／顧問から、必要に応じて他の規制当局と協力し、ヘッジファンドの取引相手（プライム・ブローカー、銀行、店頭デリバティブの取引相手が含まれよう）に対するエクスポージャーの非公開情報の報告を受けられるか。

注釈

評価者はこの原則の実施を評価する際、ヘッジファンドが（個別および集合的に）、投資家保護、公正かつ効率的な市場、システミックリスクの緩和にもたらすリスクの文脈から、規制の枠組みや、それがリスクにどう対処するかを検討すべきである。このため評価者は、ヘッジファンドが関連法域に与えるリスクと、グローバル市場や地域市場に与え得るリスクを検討する必要がある。

評価者は、業界の基準や行動規範が原則の実施に活用され得ることも認識すべきだが、いかなる実施方法が選択されるにせよ、目的達成に必要な範囲で執行可能であり、ベンチマークを考慮していることが条件となる。例えば、開示と行動基準は、規制がそのような基準の適用を義務づけていれば、業界が策定してもよい。この場合、評価者は、このような基準の遵守がどのように強制されているかを考慮してもよい。

主要論点 1 に関して、評価者は、参入基準が満たされていない場合に、規制当局が登録／認可を却下する権限を有しているかどうかを検討すべきである。

主要論点 2 に関して、法域がこの問いをどう扱うか、すなわち運用担当者／顧問の登録／認可時に、義務づけられるかもしれないと思われる情報の種類に、違いが生じ得る。これには、以下が含まれる。

- 主要経営・投資スタッフの経歴、組織、所有構造
- 事業計画
- 提供するサービス
- 標的となるヘッジファンド投資家
- 課される手数料
- 関連当事者投資に関する方針
- 用いる投資戦略
- 用いるリスクツールまたは変数
- 独立監査人、副顧問、管理人、カストディアン、プライム・ブローカー、融資者などの重要なサービス提供者の身元

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

- 代理および外注の取決め
- 利益相反およびそれを特定し、対処する手順²⁹¹

主要論点 3 に関して、この問いをどう扱うかは、法域によって違いが生じ得る。法域は、内部組織や事業活動のためどのような基準が、どのような状況で、ヘッジファンド運用担当者／アドバイザーに課せられるのかを決定する。

評価者は、ヘッジファンド運用担当者／顧問が（もたらされるリスクを踏まえて）継続的に守るべき内部組織や事業活動の基準が、少なくとも以下を考慮しているかどうかを検討すべきである²⁹²。

- (a) ヘッジファンド運用担当者／顧問の規模・複雑さ・リスクプロファイルに対して適切であり、独立したリスク管理機能に支えられた、包括的なリスク管理の枠組み
- (b) ヘッジファンド運用担当者／顧問の規模・複雑さ・リスクプロファイルに対して適切であり、健全かつ統制された事業やインフラ、十分なリソース、チェック・アンド・バランスに支えられた、独立した法令遵守機能
- (c) 価値評価と投資に関する十分な責任の分離と、書面による徹底した価値評価に関する方針²⁹³
- (d) （適切な状況下では、独立し、投資家の資金を確実に保護する）カストディアンや預託者の活用を通じた顧客資金・資産の十分な分別と保護
- (e) 各ヘッジファンドのため行われる取引の適切な記録²⁹⁴
- (f) ファンド運用担当者／顧問および／または運用される各ファンドの財務諸表に対する年 1 回の独立した監査

主要論点 5 に関して、規制当局は、ヘッジファンド運用担当者／顧問から、ポートフォリオ内のファンドに関する情報（例えば、上記主要論点 2 に関する注釈に記載された情報を含み得る）を入手できるようにすべきである。

²⁹¹ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁹² *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁹³ 同書。以下も参照されたい。*Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>.

²⁹⁴ 他の市場参加者と同様に、ヘッジファンド運用担当者（および、該当する場合はファンド本体）が記録を保存すべきである。このような情報は、例えば相場操縦の検査など、請求に応じて、規制当局に提供されるべきである。以下を参照されたい。*Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

さらに規制当局は、例えば次の項目に関する適切な情報をヘッジファンド運用担当者／顧問から継続的に入手できるようにすべきである。

- プライム・ブローカー、カストディアンに関する情報、および資産を運用する人物の経歴に関する情報
- ヘッジファンド運用担当者の大口ファンドの情報で、以下が含まれる——NAV、支配的な戦略／地域的な焦点、運用成績
- レバレッジとリスク（ヘッジファンド運用担当者の大口ファンドの集中リスクを含む）
- ヘッジファンド運用担当者の大口ファンドの資産と負債の情報
- カウンターパーティー・リスク（最大の融資元を含む）
- ヘッジファンド運用担当者の全資産における商品別のエクスポージャー（例えば株式、仕組／証券化した債権、投資適格社債など）
- 重要な市場や商品の投資活動の相当部分（流動性／取組高の観点から）を占めることが知られている投資活動の特定

ヘッジファンド運用担当者／顧問は、ファンドの立地に関係なく、ファンド運用に必要な全情報を入手できなければならず、したがってヘッジファンド運用担当者は、自分のポートフォリオに抱えるリスクを効果的に評価できる。²⁹⁵

主要論点 6 に関して、ヘッジファンド運用担当者／顧問またはヘッジファンドはとりわけ、生じるリスク、解約の条件および／または制限、サイドレターやゲート条項の存在と条件、ファンドの戦略と運用成績（ヘッジファンド運用担当者／顧問および／または運用されるファンドの監査済み財務諸表を含む）、について、投資家に適切に開示すべきである²⁹⁶。開示の時期は規制当局が決定する。

主要論点 7 に関して、法域によって、この問いの扱い方に違いが生じ得る。すべての証券規制当局が、健全性規制当局であるとは限らないからである。

各法域は、ヘッジファンド運用担当者／顧問に対し、どのような健全性要件がどのような状況で課せられるかを決定する。

主要論点 7 で肯定的な評価を出すためには、評価者は、登録を義務づけられたヘッジファンド運用担当者／顧問が、例えば業務リスクや顧客資金など、負っているリスクを反映した健全性義務（他の資産運用担当者の義務に準ずる可能性が極めて高い）の対象になるように、規制システム全体が確保しているかどうかを検討すべきである。

²⁹⁵ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁹⁶ *Hedge Funds Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

法域はまた、健全性規制に対しても異なるアプローチを取る。一部の法域は、健全性規制をもつばら資本要件に関するものと見る。リスク管理の枠組みも含まれるとして、より広く解する法域もある。内部組織や事業活動に関する基準も、この問いに関連する。こうしたアプローチの違いは、組織や市場の条件の違いを映している。このメソドロジーのいかなる点も、法域がヘッジファンドの運用担当者や顧問に、資本要件以外の健全性要件を課しているとき、主要論点 7 に対する否定的評価を示唆していると解すべきでない。

評価者は、適切な健全性要件が導入されているかどうかを評価する際、健全性規制に対するアプローチの違いを考慮すべきである。

主要論点 8 (a)、8 (b) および 8 (c) に関して、規制当局は、ヘッジファンド／ヘッジファンド運用担当者に関して、包括的な検査、調査、監視、執行の権限を有すべきである。規制システムは、原則 10 から 12 で説明したとおり、効果的かつ信頼できる権限の行使と効果的な遵守プログラムの施行を確保すべきである。

継続的な規制要件が満たされない場合、規制当局は措置（登録／認可の撤回、停止、条件付与を含む）を講じ、効果的で、比例し、抑止的な制裁を科す権限を持つべきである。

主要論点 9 (a) および 9 (b) に関して、規制当局は、協力に関する原則 13 から 15 に基づき説明したとおり、監督や執行の目的で他の外国当局との協力や情報共有を行えるようにすべきである。

評価者は、規制当局が外国の証券規制当局との協力を求められたときに直面し得る障害を考慮すべきである（規制の例外適用または緩和を受けた主体に関して、主要論点 9 (a) および 9 (b) に挙げられた権限を行使できるかどうかを含む）。

主要論点 10 に関して、プライム・ブローカーや銀行の最もシステミックに重要な、および／またはより高リスクなヘッジファンドの取引相手に関して、非公開の情報提供を受ける規制当局の能力は、後者が監督対象主体であれば強化される。IOSCO は従前の作業で²⁹⁷、「ヘッジファンドに資金を提供するプライム・ブローカーや銀行は、強制的な登録、規制・監督の対象にすべきである。これらは、適切なリスク管理態勢・統制を導入し、取引相手の対ヘッジファンド信用リスクのエクスポージャーを監視すべきである」と勧告した。

ヘッジファンド・ヘッジファンド運用担当者／顧問の例外適用・適用緩和

評価者は、規制当局が、ヘッジファンドの運営希望者および／もしくは――該当する場合――ヘッジファンドに、登録／認可の適用除外を認める裁量を持つかどうか、または、規制システムが、他の資産プールや他の資産プール運営者よりも軽い参入要件（例えば、届出義務やカットオフ）を定めているかを考慮すべきである。この場合、評価者は、適用除外が認められる理由や、認められる際のプロセスが透明で、似た状況の者や状況群で同様の結果になり、この原則 28 の文脈において説明できるかどうかを検討すべきである。評価者は、規制当局が収集できるタイプの情

²⁹⁷

同書

集団投資スキームおよびヘッジファンドに関する原則

報を含め、規制が適用除外／緩和されるヘッジファンド運用担当者／顧問の参入要件（もしあれば）、ならびに、組織および業務の基準、利益相反および他の事業活動規則、規制当局や投資家への開示、健全性規制に関連して適用される、継続的な規制上の義務を検討すべきである。

評価者は適宜、原則 7 の評価を参照すべきである。

原則 28 の評価は、システミックリスクに関する原則 6 の評価に基づく判断と整合すべきである。

原則 28 が目的を達成する形で実施されたかどうかを判定するには、規制の枠組みが、ヘッジファンドの運営から生じる現在および潜在的なシステミックリスクに対処する仕組みを定めているかどうか、検討する必要がある。

特に評価者は、証券規制当局が直接または他の規制当局との協力を通じて、プライム・ブローカーや銀行の最もシステミックに重要な、および／またはより高リスクなヘッジファンドの取引相手について、非公開の情報提供を受けられるかどうかを評価すべきである²⁹⁸。

ベンチマーク

完全実施

問 1 (a) および／または 1 (b) ならびに他の該当するすべての問いに、肯定的回答を要する。

概ね実施

問 1 (a) および／または 1 (b) に肯定的回答を要し、かつ、問 7 以外の該当するすべての問いに、肯定的回答を要する。

一部実施

問 1 (a) および／または 1 (b) に肯定的回答を要し、かつ、問 7 および 10 以外の該当するすべての問いに、肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) および 1 (b) 、または問 2、3、4、5、6、8 (a) 、8 (b) 、8 (c) 、9 (a) および 9 (b) の 1 つ以上に、肯定的に回答できない。

²⁹⁸ 同書。上記脚注 280 を参照されたい。

H. 市場仲介者に関する原則

1. 前文

市場仲介者に関する原則は、参入基準、資本および健全性の要件、事業活動、継続的監督、新規参入者の規律、デフォルトおよび経営破綻の影響に関連した要件を定めることで、IOSCO の目的を支援しようとしている。

市場仲介者は自ら、顧客の利益を保護し、市場の完全性の維持に役立つ形で行動すべきである。根本的な原則には以下が含まれる。

- 企業は、誠実性と公正取引の高い基準を守るべきである。
- 企業は、顧客の最大の利益と市場の完全性に適うように、相当の注意とデューディリジェンスを伴って行動すべきである。
- 企業は、市場行動の高い基準を守るべきである。
- 企業は、顧客よりも自社の利益を優先すべきでなく、同様の状況にある顧客に同様の状況の待遇を与えるべきである。
- 企業は、証券規制に関わる一切の法律、規定、または基準が自社に適用される際、従うべきである。

さらに、さまざまな種類の市場仲介者に対する規制は、以下を定めるようにすべきである。

- 市場仲介者に関する適切な継続的監督
- 市場仲介者の帳簿、記録、事業活動を検査する権利²⁹⁹
- 規制上の義務への違反が疑われるまたは実際に生じた場合に、規制当局または他の所管当局が利用できる全面的な調査権と救済措置の執行
- 公正かつ迅速な懲戒への手続きと、必要に応じて、免許の停止または取り消し³⁰⁰
- 投資家の苦情に対処するための効率的かつ効果的な仕組みの存在

²⁹⁹ 規制当局は、違反が疑われる行為がなくても、すべての関連義務の遵守を確保するため、調査権を得られるべきである。包括的記録を維持するため、補完的な義務を設けなければならない。原則 10 も参照されたい。

³⁰⁰ 「取り消し」の語には、撤回も含まれる。

市場仲介者に関する原則

原則 29 から 32 は市場仲介者に関係する。原則 29 は、認可と認可基準を取り上げる。原則 30 は、継続的監視、初期および継続的な資本要件、仲介者の健全性基準を扱う。原則 31 は、顧客の利益と顧客資産を守り、適切なリスク管理を確保するため、市場仲介者の他の業務基準や行動規範の基準を取り上げる。原則 32 は、市場仲介者の破綻が投資家や市場に及ぼす影響を最小化するための手順を扱う。これら原則は、互いに関連して評価されるべきである。

市場仲介者の監督はもっぱら、資本、顧客資産や国民の信頼が最も危うくなる可能性のある領域に向けられるべきである。これには以下に関するリスクが含まれる。

- 能力不足、貧弱なリスク管理、または極端な事象が起きる中では不十分なリスク管理。これらのうちのいずれも、（1）最良執行を提供しないこと、（2）迅速な和解に達しないこと、および／または（3）適切な助言を与えないこと一につながり得る。
- 責務、法律、規則の違反（顧客の資金や財産の不正流用、仲介者自身の取引目的で顧客からの指示の濫用―「フロントランニング」、すなわち、顧客の先回りをした取引―につながり得るもの）。
- 市場仲介者において、相場操縦、インサイダー取引、および他の異常取引、または不正行為、資金洗浄、テロリストへの資金供給の発生
- 利益相反
- 仲介者の経営破綻（顧客資金、証券または取引機会の損失につながり得るもの、および仲介者が参加する市場への信頼の低下につながり得るもの）

規制の妥当性を評価する際、評価者は、規制当局が直接行う活動だけでなく、自主規制機関が行う活動も検討すべきである（規制当局による、自主規制活動の監督の妥当性を評価を含む）。

2. 範囲

このセクションの原則は、市場仲介者に適用される。以下に説明するとおり、原則の一部または全部はまた、投資顧問の事業の性質に応じて、投資顧問にも適用される可能性がある。

「市場仲介者」には、個別のポートフォリオの管理、注文の執行、証券のディーリングおよび流通を行う者が含まれる。法域は、以下の活動の 1 つ以上を手掛ける主体を市場仲介者として規制するように決めることもできる³⁰¹。

³⁰¹ 市場仲介者は、上記パラグラフで言及した活動のほか、付帯業務として顧客資産の保管（証券の保護預かりや管理）を行う認可を受けることもできる。この文脈における「保管」とは、保管上の過誤や横領のリスクがあり得るときに、顧客資産を「物理的に」（すなわち、電子的または紙の形で）保有することをいう。ただし、顧問会社ではなく、銀行やブローカー・ディーラーの手元にある顧客資産から、顧問手数料を差し引くことしかできない場合は、「保管」として見なされない。

市場仲介者に関する原則

- 注文の受付けと取次ぎ
- 自己勘定取引
- 証券の価値や、証券の投資、購入または売却の妥当性に関する助言の提供
- 証券の引き受け
- 確約を伴わない金融商品の売り出し

「投資顧問」とは、主に証券の価値や、証券の投資、購入または売却の妥当性に関して、他者に助言する事業を手掛ける者をいう。これは、他のサービスを提供できないという意味ではない。一部の法域では、顧客に代わって取引するおよび／または顧客資産の保有が許可された投資顧問が、市場仲介者に分類される。投資顧問と市場仲介者の扱いが異なる法域もある。この区別が存在する場合、原則 29 から 32 の範囲は、投資顧問の種類によって、適用が異なる可能性がある³⁰²。規制は、投資顧問の活動に左右されるべきであり、その活動に対して適切であるべきである。これは原則 29 の「投資顧問」の小見出しの箇所で詳述する。

このセクションが原則に整合した仲介者の継続的業務の評価を要する限り、評価者は、到達した結論が、執行・検査の権限とかかる権限の行使に関して、原則 10、11、12 に含まれるものと整合していることを確かめるべきである。

³⁰² この点で、3 種類の投資顧問が識別され得る。

- (a) 顧客に代わって売買する投資顧問
- (b) 顧客の代わりに売買はしないが、顧客資産の保護預かりを許可されている投資顧問
- (c) 顧客を代理した売買はせず、顧客資産の保有または保護預かりやポートフォリオの管理もせず、他の投資サービスを提供しないまま助言だけ提供する投資顧問

3. 原則29～32

原則 29 規制は、市場仲介者のための最低限の参入基準を定めるべきである。

市場仲介者の免許³⁰³と監督は、彼ら（その職員を含む）に対する最低基準を定め、同様の状況にある全仲介者に整合的な扱いを与えるべきである。また、過失もしくは不法行為および／または過小資本による投資家の損失のリスクを削減すべきである。

主要課題

認可

1. 認可、免許、登録は、仲介者が提供する権利を得るサービスや活動を指定すべきである。
2. 市場仲介者の認可、免許または登録は、根拠を明確にした最小限の参入基準と、継続的に守るべき基準を定めるべきである。かかる基準は、以下を含むべきである。
 - (a) 原則 30 に示した初期的な最低資本要件
 - (b) 申請者および申請者を直接間接に支配するまたは重要な影響を与えるすべての者に対する包括的評価。これに関して、規制は、市場仲介者と職員が市場への参加を認められるために満たさなければならない条件や判断基準を決めるべきである。それは、適切な知識、事業活動、リソース、能力、倫理的態度（過去の行為の検討が含まれる）、内部組織の証明が含まれるべきだが、それに限定されない³⁰⁴。
 - (c) 参入基準を整合的に適用する義務

³⁰³ 「免許」、「認可」、「登録」の語は、このセクションでは互換的に使われている。一部の法域では、認可や登録が免許の代わりに用いられる。このセクションの「免許」の語は、認可や登録も指すと解すべきである。以下を参照されたい。*Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>。

³⁰⁴ 各法域からの実例は次のとおり。法定資格剥奪プログラム、申請者の教育、研修、経験（いわゆる「適格性」）に関して、免許を受ける前に満たすべき詳細な判断基準。この判断基準は投資家保護を意図している。以下を参照されたい。*Fit and Proper Assessment - Best Practice*、IOSCO 新興市場委員会報告、最終報告書、2009 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD312.pdf>。

市場仲介者に関する原則

規制当局の権限

3. 免許を与える当局は、以下の権限を有するべきである。
 - (a) 認可要件が満たされない場合、行政または司法審査のみを条件として、仲介業の免許交付を却下する。
 - (b) 支配の変更や他の変更のため、関連する要件が満たせなくなる場合、原則 3 に従い、免許や認可を取り消す、停止する、または条件付きにする。
4. 規制当局や規制当局の監督下にある SRO は、規制上の義務の遵守を確保するため、免許や認可の申請を効果的に審査する能力があることを実証すべきである。

継続的義務

5. 免許条件の関連情報の定期的更新や免許条件に影響する状況の重大な変更の報告は、免許が継続的に適切な状況を確保するため、義務づけられるべきである。例えば、支配関係や重大な影響の変化、仲介者の評価の有効性を確実に保つようにすべく、規制当局への報告を義務づけるべきである。
6. 規制当局は、投資家が自己の利益をより良く守れるように、公衆が免許または認可を受けた仲介者の関連情報——例えば、上級管理職や仲介者の名義で行動する権限を持つ者の身元、保有する免許の区分、認可された活動の現状と範囲など——に確実にアクセスできるように努めるべきである³⁰⁵。

投資顧問

7. 投資顧問が市場仲介者と別に扱われる法域では、上記の範囲のセクションで説明したとおり、顧客に代わって売買する投資顧問や、顧客資産の保護預かりが許可される投資顧問は、免許を受けなければならない。顧客に代わる売買、顧客資産の保護預り、ポートフォリオ管理のいずれも行わず、他の投資サービスを手掛けずに助言サービスだけを提供する投資顧問がある。このケースは、投資顧問が別途免許を受けるように厳格に義務づけなくてもよい³⁰⁶。
8. 規制当局が投資顧問の活動を規制する際、原則 29 から 32 で説明した他の市場仲介者の規制用に勧告した実体的な免許基準や、資本および他の義務を重視すると決めることもできる。あるいは、規制当局は、顧問の潜在的顧客が情報を踏まえた上で、投資顧問が行った活動に応じて顧問を選べるようにする趣旨の開示ベースの体制を用いることもできる。

³⁰⁵ 情報は自由に入手でき、容易にアクセスできなければならない。規制当局や SRO による何らかの中央情報蓄積機関に保存してもよい。

³⁰⁶ 投資顧問が、原則に従って適切に免許を受けた市場仲介者を經由して助言を提供する場合、投資顧問が別途免許を受けることを義務づけなくてもよい。

市場仲介者に関する原則

9. これら 2 つの選択肢に関係なく、規制スキームは顧問の種類に基づいて、次の要件を含めるべきである。
 - (a) 投資顧問が顧客の代わりに取引する場合³⁰⁷、他の市場仲介者に適用できる資本および他の業務統制（原則 29 から 32 で説明）も、顧問に適用すべきである。
 - (b) 顧問は取引しないが、顧客資産の保護預りを許可されている場合³⁰⁸、規制は、分別と、定期的ないしリスクベースの検査（規制当局または独立の第三者のいずれかによる）を含め、顧客資産の保護と、原則 29 から 32 で説明した資本と組織上の義務を定めるべきである。
10. ただし少なくとも、投資顧問について選択された規制スキームは、市場仲介者の制度における下記の要素を、該当する限り含むべきである。
 - (a) 投資顧問として活動するための認可を定め、公衆が認可済みの顧問の最新リストに確実にアクセスできる、十分な免許制度
 - (b) 申請前の所定の期間に、証券法または類似の金融法または刑法に違反した者への免許禁止
 - (c) 記録保管義務
 - (d) 顧問が潜在的顧客に行う明確かつ詳細な開示の義務³⁰⁹
 - (e) 未来の投資運用成績の保証や顧客資産の濫用を防ぎ、潜在的な利益相反に対処する規則と手続き³¹⁰

主要論点

認可

1. 法域は、証券事業を営む条件として、市場仲介者（上記の定義のとおり）の免許取得を義務づけているか。

³⁰⁷ 上記脚注 302 の投資顧問の種類 a)。

³⁰⁸ 上記脚注 302 の投資顧問の種類 b)。

³⁰⁹ 例えば、顧問の学歴、関連業界の経験、賞罰（もしあれば）、投資戦略、手数料の構造および他の顧客の負担、潜在的な利益相反、過去の運用成績（関連する場合）の説明は、定期的および重大な変化の発生時に更新される。

³¹⁰ 潜在的な利益相反を全部解消するのは不可能かもしれないが、相反は対処すべきであり、解消しない場合でも、少なくとも開示すべきである。

市場仲介者に関する原則

2. 免許の交付（または却下）³¹¹の前に、免許申請者全員が満たさなければならず、明確かつ一般に入手可能な、下記のと通りの最低基準または判断基準があるか。
 - (a) 同様の状況にある仲介者にとって、公正かつ公平である。
 - (b) 整合的に適用される。
 - (c) 初期の資本要件を適宜含む。
 - (d) 申請者および申請者を直接間接に支配するまたは重要な影響を及ぼす立場の者全員に対する包括的評価が含まれている。これは、適切な知識、事業活動、リソース、能力、倫理的態度（過去の行為の検討が含まれる）の証明を扱う。
 - (e) 書面での関連方針・手続きなど、内部組織、リスク管理および監督システムの十分な実施に関する評価が含まれている。これは、最低限の基準が引き続き守られているかどうかの継続的監視を可能にする。
3. 規制当局や規制当局の監督下の SRO は、免許申請の審査を効果的に行うためのプロセスやリソースを実際に持っているか。

規制当局の権限

4. 関連当局は次の権限を有しているか。
 - (a) 認可要件が満たされていない場合、行政上または司法上の審査を条件として免許交付を却下する。
 - (b) 支配関係の変更または他の変更のため、関連する要件が継続的に満たされない場合、免許を取り消す、停止する、または条件を付ける。
 - (c) 証券関連の違反を働いたまたは他の点で不適当な人物の雇用を防ぐ（または人物の排除を図る）ために効果的な措置を取り、そのような者が会社に重大な影響力を持つ可能性がある場合、別途免許を受けた仲介者でなくても、仲介業務に携わり続けることができないようにする。

継続的義務

5. 市場仲介者は、免許に関連した情報を定期的に更新し、免許条件を左右する状況に重大な変更があれば直ちに規制当局（または免許を与える当局）に報告するように、義務づけられているか³¹²。

³¹¹ 一部の法域では、判断基準は、潜在的申請者の拒否または不適格について述べられている。

³¹² 同書。市場仲介者の現在の活動を示す情報は、規制当局に定期的に提供されるべきである。さらに、市場仲介者の職員、活動、環境が変化し、役割を果たす能力に重要な影響が生じる場合は、規制当局に適時報告すべきである。

市場仲介者に関する原則

6. 免許を受けた仲介者に関連する下記の情報は、一般に入手できるか。
- (a) 免許の有無、カテゴリー、状況
 - (b) 許可された活動の範囲や上級管理職の身元、仲介者の名義で活動する他の認可取得者の氏名

投資顧問

7. 投資顧問の規制スキームは、以下を適宜義務づけているか。
- (a) 投資顧問が顧客に代わって取引する場合、他の市場仲介者に適用される資本および他の業務統制（原則 29 から 32 で説明）が、顧問にも適用される。
 - (b) 顧問は取引しないが、顧客資産の保護預りが認められている場合に、規制が、分別や、定期的ないしリスクベースの検査（規制当局または独立の第三者による）、原則 29 から 32 で説明する資本および組織上の義務など、顧客資産の保護を定めている。
 - (c) (a) および (b) の両方の場合に加え、顧客に代わる取引や顧客資産の保護預りは伴わずに、顧問が顧客のポートフォリオを運用する場合に、規制が、原則 31 で説明したとおり、記録の管理、開示、利益相反をカバーする関連義務を課している。

注釈

一部の法域は、CIS を運営する者を CIS 運営者として、免許を与えるだろう。他の法域は、投資顧問を CIS 運営者として、免許を与えるだろう。この位置づけ方は、CIS に関する原則 24 から 28 の評価基準に基づいた、原則 24–28 の評価を損なうべきでない。いずれにせよ、これらの原則は、当該投資顧問の市場仲介者の活動に適用されるべきである。

外国の仲介者が、関係のある条件に従いつつ国内の顧客にアクセスする、ということに関して他の免許制度を認めることは、ベンチマークを評価する際には、免許・認可のプログラムとみなされる。ただし、用いられる基準は透明で、明確で、整合的に適用され、原則の目的に対応したものである必要がある。

個人または主体が複数の資格で、免許、登録または認可を受けている場合、評価者は、各カテゴリーにどの基準が適用されるかを明言しなければならない。

仲介者に免許を与える自主規制機関が、法域内にある場合、規制当局がプロセスを適切に監督しているかどうかの評価は、原則 9 に基づき扱われる。

主要論点 3 を検討する際、評価者はリソースに関して原則 3 を考慮すべきである。

市場仲介者に関する原則

主要論点 2 (e) を検討する際、評価者は、規制当局または指定された者（例えば自主規制機関）によるシステムの評価が、免許交付に先立ってどの程度可能かを考慮すべきである。

ベンチマーク³¹³

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 6 (b) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 (e) 、 4 (c) 、 6 (b) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、 2 (a) 、 2 (b) 、 2 (c) 、 2 (d) 、 3、 4 (a) および (b) 、 5、 6 (a) 、 7 (a) 、 7 (b) および 7 (c) が適用できる限りにおいて、 1 つ以上に肯定的に回答できない。

³¹³ 投資顧問の場合、法域内で認められた顧問のカテゴリーに該当する問いのみ、肯定的回答を要する。元本の保護や、所定の最低運用利回りを保証するプランで、適切な開示がなされたものを指すわけではない。

原則 30	市場仲介者の資本やその他の健全性に関する初期的・継続的な要件が存在すべきであり、それは市場仲介者が負うリスクを反映すべきである。
--------------	--

自己資本比率の基準は、金融市場と投資家保護の信頼感を育む。適切な初期および継続的な自己資本基準の確立も、投資家の保護、金融システムの完全性や安定性の確保に貢献する。市場仲介者は、事業上の支払義務を履行し、事業が抱えるリスクに耐えられるように、十分な財源を確実に維持するように義務づけられるべきである。

評価者は、IOSCO が公表した自己資本の原則を参考にして、各国の自己資本基準を評価すべきである³¹⁴。

主要課題

1. 認可の条件に、市場仲介者の初期資本要件を置くべきである。この要件は、行われると予期される事業の性質および規模を参考にして判断した企業のリスクに応じて、自己資本テストに基づき行うべきである。
2. 市場仲介者が実際に行っている事業のリスクの性質と規模に直接関連する、継続資本要件を置くべきである。仲介者は必要な資本を維持すべきであり、規制当局または認可された SRO（規制上の監督を受ける）に、適時かつ定期的に報告すべきである。これは、定期的な報告と、最低資本が発動水準に近づいたときの、一度のトリガーに基づく早期警戒的報告の組み合わせを伴うべきである。
3. 市場仲介者は、支払能力をカバーすべき自己資本と流動性基準に従うべきである。流動性不足は、期限が到来した債務を履行できない可能性を生じさせ、企業に困難を生じさせる恐れがある³¹⁵。

³¹⁴ *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*、IOSCO 報告書、1989 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>。追加の指針は、以下を参照されたい。*Guidance to Emerging Market Regulators regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries*、IOSCO 新興市場委員会報告書、2006 年 12 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD230.pdf>。

³¹⁵ *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*、IOSCO 報告書、1989 年 10 月、17 ページ、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>。

市場仲介者に関する原則

4. 自己資本基準³¹⁶は、市場仲介者が多少の損失を吸収し、特に大規模な、不利な市場の動きが生じても事業を継続でき、自社の顧客、取引相手、他社の顧客に損失を与えることなく、かつ金融市場の秩序だった機能を混乱させることなく、比較的短期間に事業を縮小できる環境を整えるように設計されるべきである。資本基準は、秩序だった事業縮小の目的を果たすため、介入する時間を監督当局に与えるように設計されるべきである。
5. 原則 31 に基づく組織上の義務に加え、仲介者は以下に従うべきである。
 - (a) 財政状態に対する独立した監査
 - (b) 規制当局または規制上の監督を受ける SRO による、定期的および原因発生時の検査を含めた調査
6. 規制当局は、仲介者の資本が劣化した場合や最低要件を割り込んだときに、仲介者の規制対象事業の制限と、より厳格な資本監視および／または報告義務を課す具体的権限を有するべきである³¹⁷。
7. グループ内の他の主体の活動から生じる重要なリスクに対する市場仲介者のエクスポージャーは、対処すべきである。無免許およびオフバランスシートの関連会社の活動に関する情報の必要性を検討すべきである³¹⁸。

主要論点

³¹⁶ *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*、IOSCO 報告書、1989 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>; *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*、IOSCO 専門委員会報告書、1990 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD14.pdf>; *Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*、バーゼル銀行監督委員会、G10 中央銀行グローバル金融システム委員会、保険監督者国際機構（IAIS）、IOSCO の合同報告書、2001 年 4 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD116.pdf>; and *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*、合同フォーラム報告書、2001 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD122.pdf>。

³¹⁷ 例えば、仲介者が顧客・市場・債権者に対する支払義務を果たせない危険にあると判断されるとき、または最低要件を上回っていても、仲介者の財政状態が悪化していると判断されるとき。評価者は、規制上の義務であっても、まずは、リスク管理の責任が企業にあることに留意すべきである。

³¹⁸ *Sound Practices for the Management of Liquidity Risk at Securities Firms*、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 6 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD128.pdf>; および *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*、IOSCO 専門委員会報告書、1990 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD14.pdf>。以下も参照されたい。*Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*、バーゼル銀行監督委員会、G10 中央銀行グローバル金融システム委員会、IAIS、IOSCO の合同報告書、2001 年 4 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD116.pdf>。 *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*、合同フォーラム報告書、2001 年 11 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD122.pdf>; および *Regulatory and Market Differences: Issues and Observations*、合同フォーラム報告書、2006 年 5 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD215.pdf>。

市場仲介者に関する原則

1. 市場仲介者の初期および継続的な最低自己資本要件はあるか。流動性基準もあるか。資本および流動性基準は、支払能力の問題に対処しているか。
2. 自己資本要件は、市場、信用、流動性、業務上のリスクなど、市場仲介者が直面するあらゆるリスクに対処する資本となるように構成されているか。
3. 自己資本要件は、負っているリスクに対して敏感か。すなわち、例えば大きな市場の動きが発生したときに、リスクの増大に伴って、求められる資本も増えるか。
4. 資本基準は、仲介者が多少の損失を吸収し、顧客に損失を与えたり、市場の秩序だった機能を混乱させることなく、比較的短期間に事業を縮小できるように設計されているか。
5. 関連する市場仲介者は、資本水準がいつでも容易に決められるように、記録の管理を義務づけられているか。
6. 規制当局および／または SRO に対する報告の内容、形式、頻度、適時性は、市場仲介者の自己資本ポジションの大幅な劣化を明らかにするのに十分か。
7. 仲介者が背負うリスクが財政状態に反映されていることに追加的な保証を与えるため、仲介者の財政状態は独立監査人の監査を受けているか。
8. 規制当局は以下を行っているか。
 - (a) 市場仲介者の資本水準の定期的な審査
 - (b) 審査により大幅な不足が明らかになった場合に適切な措置を講じること
9. 規制当局は以下を行っているか。
 - (a) 仲介者の資本が劣化し、支払義務を果たす能力が脅かされる場合や、最低要件を割り込んだときに、仲介者の規制対象事業の制限と、より厳格な資本監視および／または報告義務を課す具体的権限を有しているか。
 - (b) 規制当局がこの権限を行使する証拠はあるか。
10. 健全性の枠組みは、規制対象主体以外から（例えば、免許を受けていない関連会社およびオフバランスシートの関連会社から）のリスクに対処しているか。

原則を評価する際、一般的に、市場仲介者の自己資本基準の設定に 2 つの主要なアプローチがあることを理解すべきである。「純資本 (net capital)」のアプローチは、米国、カナダ、日本、他の一部の非 EU 法域で用いられている。純資本アプローチの目的はとりわけ、ブローカー・ディーラーに十分な流動資産の維持を義務づけて、経営難に陥ったブローカー・ディーラーが秩序だった自主的な清算を行えるようにすることで、顧客や債権者を保護することにある。もう 1 つの主要アプローチは、市場リスクを組み込むバーゼル合意改正をもとにした EU の自己資本指令に取り入れられている³¹⁹。このアプローチは、企業の資本のソルベンシー確保に重点を置く。2 つのアプローチは、目的に多少違いがあるが、実際の効果は相当程度重なっている。原則のパフォーマンス基準に対応する同等のアプローチは、他にもあり得る（例えば、投資顧問に関して³²⁰）。また、さまざまな国で、他に同等のアプローチがあるかもしれない。後者については、評価者は、当該国の規則が、IOSCO が公表した自己資本原則に従っているかどうかを検討する必要がある³²¹。

関連主体が市場仲介者にもたらすリスクの評価にも、さまざまなアプローチがある。1 つのアプローチは（米国で用いられている）、規制対象主体すなわち登録ブローカー・ディーラーに対し、重要な関連主体に関する広範な「リスク評価情報」を規制当局に提出するように、義務づけることである。他のいくつかの法域は、かかる関連主体への規制権限を有し、直接の情報提供を関連主体に義務づけることができる。

EU は総じて、証券会社が連結ベースで自己資本情報を提供し、個別の規制対象主体レベルだけでなく、連結グループレベルで資本要件を満たすように義務づけている。評価基準は、他のアプローチを採り得るのを認識している³²²。

一部の市場仲介者は、より低いリスクで業務を展開するように行動する。市場仲介者が顧客の資金を直接取り扱わない、リスクにさらされる自己勘定を持たないインターディーラー・ブローカーである、あるいは、マッチド・ブック・ベースで操業する場合³²³は、顧客資産を抱えたり自己勘定取引でポジションを取る仲介者への適用水準に比べて、より低い水準で資本要件を定めるのが適切だろう。

³¹⁹ 投資会社および融資機関の自己資本に関する指令 2006/49（改正）、ならびに、融資機関の業務の開始および遂行に関する指令 2006/48（改正）を参照されたい。

³²⁰ 原則 29、重要な問題 8 以下、投資顧問に関して。

³²¹ *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*、IOSCO 報告書、1989 年 10 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>。追加の指針については、以下を参照されたい。*Guidance to Emerging Market Regulators regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries*、IOSCO 新興市場委員会報告書、2006 年 12 月、24–25 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD230.pdf>。

³²² *Trends in Risk Integration and Aggregation*、合同フォーラム報告書、2003 年 8 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD149.pdf>；および *Operational Risk Transfer Across Financial Sectors*、合同フォーラム報告書、2003 年 8 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD148.pdf>。

³²³ 自己勘定でポジションを取る市場仲介者が含まれない点に、留意されたい。

市場仲介者に関する原則

自己資本規制は、特定のリスクを明示的に規定するかもしれないが、実際は他のリスクもカバーする水準で設定される。評価者は、用いられる最低資本の決定方法と、それが法域内で適用される仲介者の種類について問うべきである。その際、原則のもとで、資本や資本要件の算定に複数の方法や技法が許容されていることを考慮する³²⁴。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 10 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 6、9 (b) および 10 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2、3、4、5、7、8 (a) または (b) 、9 (a) の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

³²⁴

特定のリスクの詳細は、以下を参照されたい。*Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD77.pdf>。

原則 31	市場仲介者は、顧客の利益・資産を保護し、適切なリスク管理を確保するため、内部組織や営業行為の諸基準を遵守するための内部機能を確立するよう義務づけられるべきであり、市場仲介者の経営陣はこれらの事項についての第一義的な責任を受け入れるべきである。
--------------	---

市場仲介者は、顧客の利益と資産を保護し、市場の完全性を保つのを支えるように事業を行うべきである³²⁵。

規制は、市場仲介者が証券法を守るための適切な内部方針・手続きや、適切な内部組織・リスク管理態勢を施行するように義務づけるべきである。規制は、市場からリスクを取り除くのを期待すべきでなく、適切なリスク管理が確実に存在することを目指すべきである。

業務上の違反の事例は、違法行為や過失を防ぐように設計された内部手続きがあっても起こり得る。規制当局が日常的に内部手続きの遵守を監督するのは、現実的でない。それは、市場仲介者の経営陣がもっぱら責任を負う。経営陣は、その責任を果たせるようにしなければならない。

³²⁵

Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries、IOSCO 代表委員会決議、1989 年 9 月。以下も参照されたい。*International Conduct of Business Principles*、IOSCO 専門委員会報告書、1990 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf>; and *Securities Activities on the Internet*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月（特に、重要な勧告 8-11 および本文）、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>; *Report on Securities Activity on the Internet III*、IOSCO 報告書、2003 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>; *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*、IOSCO 報告書、2004 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>; and *Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to Combat Money Laundering and the Financing of Terrorism*、合同フォーラム報告書、2003 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD146.pdf>。

主要課題

管理と監督

1. 市場仲介者の経営陣は、適切な行動基準の維持と適切な手続きの遵守を全社的に確保することに、第一義的な責任を負うべきである。これには、投資家保護とリスク管理を確実にを行うため、外注化した業務も含め³²⁶、手掛ける事業の種類を考慮して、企業の適切な構成や十分な内部構造・統制を確保することが含まれる。
 - (a) 経営陣は日常的に内部手続の遵守を確保する必要がある。経営陣は、事業の本質、内部統制手続および環境、ならびにリスクを引き受ける際の方針を理解し、自らの権限と責任の範囲を明確に理解しなければならない。
 - (b) 事業関連の情報はすべて、適時かつ容易にアクセスでき、日常的に経営陣に報告されなければならない。かかる情報は、セキュリティ、入手性、信頼性、完全性を維持する趣旨の手続きに従うべきである。
2. 規制対象主体内のリスク管理プロセスの定期的な評価が必要である。これは、評価を曲げたりしないように、十分な自律性を持った者が行うべきである。SRO や、外部の監査人などの第三者が、このプロセスの支援に活用できるように。

組織上の要件³²⁷

3. 市場仲介者は、あらゆる準拠法および規則の遵守を確保し、法的もしくは規制面の制裁、金銭的損失または評判の低下に見舞われるリスクの緩和を図るシステムやプロセスを備えるべきである。
4. リスク管理、内部監査および法令遵守機能など、企業の適切な内部組織の詳細は、企業の規模、事業の性質、引き受けるリスクに応じて異なる。企業の内部組織に関する情報も、請求に応じて規制当局が入手できるようにすべきである。仲介者の内部組織に関しては、規制の枠組みは、以下の点を考慮するように義務づけるべきである。

³²⁶ *Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries*、IOSCO 専門委員会報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD187.pdf>; *Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms*、IOSCO 報告書、1994 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD35.pdf>.

³²⁷ *Compliance Function at Market Intermediaries*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.

- (a) 準拠するすべての法律および規制面の義務、ならびに企業内部の方針および手続きの遵守は、業務部門から独立した構造の中で、経営陣に直属する独立の法令遵守機能³²⁸により、適宜監視されるべきである³²⁹。
 - (b) 企業の日常業務関連の効果的な政策や業務上の手順・統制。自己勘定取引に適用されるリスク管理や内部統制を扱った明確な政策、全情報の完全性・セキュリティ・入手性・信頼性・徹底の確保を図る手続き、事業継続性、外注手続きが含まれる³³⁰。
 - (c) 業務手順や統制の「有効性」の評価。以下の項目の確保に合理的に役立つかどうかを踏まえる。
 - (i) 全顧客を公正、誠実、専門的な形で扱うなど、企業の取引慣行の誠実性
 - (ii) 重要な職務や機能の適切な分離。特に、同一人物が行うと、発見されない過誤につながる可能性があったり、当該企業や顧客を不適切なリスクにさらすような濫用に陥りがちな職務や機能。
 - (d) 自社の利益と顧客の利益の間に生じる利益相反への対処。利益相反の可能性が生じる場合、市場仲介者は、機密保持規則、適切な開示、利益相反が解消できない場合の活動中止を含む内部規則など、顧客の利益の毀損を防ぐ組織的措置を通じて、妥当な利益相反管理策を取り、全顧客の公正な扱いを確保すべきである。
5. DEA（直接電子的アクセス）が認められている場合、市場仲介者は、DEA 顧客が仲介者の既存のポジションや与信枠を上回る注文を出すのを制限または防止できる、自動取引前制御（automated pre-trade control）などの統制を用いるべきである³³¹。

³²⁸ 「法令遵守機能」の語は、具体的な法令遵守の活動や責任を遂行するための役割や責任の範囲を指す、包括的な言及として用いられる。この表現は、証券会社の規模や種類の多様性を認めて、特定の組織構造を指すことは意図していない。以下を参照されたい。*Compliance Function at Market Intermediaries*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 3 月、7 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>。

³²⁹ 規模が小さめの企業では、取引や助言をする経営陣と法令遵守機能の重複があり得る。この場合、利益相反や他の法令遵守責任の遂行に関する問題を防ぐ手続きが必要になる。IOSCO 報告書、*Compliance Function at Market Intermediaries*、2006 年 3 月、12 ページを参照されたい。ただし、評価者は、零細企業の法令遵守機能を完全に独立させるのが困難なことを認識する必要がある。（IOSCO 報告書、*Compliance Function at Market Intermediaries*、2006 年 3 月、を参照されたい。）

³³⁰ 業務手順には、リスク移転メカニズムの活用（および、リスクの変容または移転における活用の影響）が含まれる可能性がある。以下を参照されたい。*Outsourcing in Financial Services*、合同フォーラム報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>。

³³¹ *Principles for Direct Electronic Access to Markets*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 8 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>。

顧客の保護

6. 市場仲介者が、予防措置の必要な顧客資産を支配する、または他の形で責任を負う場合、顧客の所有権を保障する十分な取決めを交わすべきである（例えば、そのような資産の分別と識別）。このような措置の主眼は次のとおり。横領からの保護、激しい市場混乱の発生時にポジションを移しやすくすること、自己勘定取引や仲介者の事業資金調達のための顧客資産流用の防止、個別の仲介者の経営破綻における秩序だった清算と顧客資産の返還の支援。
7. 市場仲介者は、投資家からの苦情に対処するための効率的かつ効果的な仕組みを備えるべきである。
8. 顧客に対する市場仲介者の行為に関しては、以下の項目が重要な要素として考慮されるべきである。
 - (a) 市場仲介者は顧客との取引関係を確立する際、信頼できる独立したデータを用いて、顧客の本人確認を行い、検証すべきである。市場仲介者は、証券を実質的に所有または支配する者の十分な本人確認情報を得るべきであり³³²、関連する場合は他の口座の情報も得るべきである³³³。この義務を実施する手続きは、詐欺、資金洗浄、テロ資金供与に巻き込まれるリスクを緩和する仲介者の能力を促進するだろう。
 - (b) 市場仲介者は、提供するサービスに関連して、事情や投資目的についての情報を顧客から入手し、保存すべきである。仲介者の業務が具体的な助言の提供に至る場合、顧客のニーズや事情を理解した上で、助言を提供すべきである³³⁴。
 - (c) 顧客は、雇用契約書や口座開設契約書、あるいは市場仲介者を通じて取引するための一般条件および個別条件を記した書面を入手できるようにすべきである。

³³² 例えば、実質所有者の氏名と住所を入手する。

³³³ この義務のさらに明確な説明は、以下の資料の原則 2（7–8 ページ）の議論を参照されたい。*Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*、IOSCO 報告書、2004 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>。

³³⁴ この文脈で「顧客管理（know your customer）」の原則は、投資の提言の適切さや開示義務に関係する。資金洗浄防止のため課せられる顧客の本人確認関連の義務とは、区別すべきである。

市場仲介者に関する原則

- (d) 市場仲介者は、顧客が情報を踏まえた投資判断を下せるように、分かりやすく適時な方法で、入手できる適切な情報を顧客に開示すべきである。個人の顧客が容易に把握できない可能性のあるリスクを伴う商品の場合、規制が特定の開示形式を義務づける必要もあり得る。投資について助言するスタッフが、助言する商品の特徴を確実に理解するような採用と研修に努めるべきである。
- (e) 市場仲介者は迅速かつ適切な間隔で、各顧客に宛てて、当該顧客の口座またはポートフォリオにおける価額と構成の報告書（取引明細や残高証明を適宜含む）を提供すべきである。
- (f) 市場仲介者は、手数料に関する情報を各顧客に示すべきである。
- (g) 市場仲介者は、顧客にとっての利益を最大化するように、相当の注意とデューディリジェンスを伴って行動し、顧客の資産を保護するべきであり、市場の完全性の保持を支えるようにすべきである。
- (h) 規制当局は、内部プロセス、技能と知識のある職員および他のリソースを含め、市場仲介者の義務の遵守を監視する監督プログラムが施行されているのを実証できるべきである。

主要論点

経営と監督

1. 仲介者の内部組織に関して、規制の枠組みは以下の点を考慮するように義務づけているか。
 - (a) 外注化した業務に関するものを含め、適切な管理と組織構造³³⁵
 - (b) 十分な³³⁶ 内部統制
 - (c) 経営陣が、適切な行動基準の維持と適切な手続きの遵守を全社的に確保することに、第一義的な責任を負うように義務づけられていること
2. 規制の枠組みは市場仲介者に対し、適時かつ容易にアクセスできる形で、事業関連の全情報を提供することと、日常的に経営陣に報告することを義務づけているか。かかる情報は、セキュリティ、入手性、信頼性、完全性を保つことを意図した手続きに従っているか。

³³⁵ *Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries*、IOSCO 専門委員会報告書、2005 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD187.pdf>。

³³⁶ 十分性の概念は、会社の規模、事業の性質、引き受けるリスクの種類や量を考慮すべきである。

市場仲介者に関する原則

3. 規制の枠組みは市場仲介者に対し、内部統制とリスク管理プロセスについて、客観的で³³⁷、定期的な評価を受けるように義務づけているか。

組織上の義務

4. 規制の枠組みは、仲介者の規模や事業を考慮した上で、仲介者の法令遵守機能の評価を含んでいるか。規制当局が不備に気付いた場合、市場仲介者に法令遵守機能の改善を義務づける措置が取られるか。
5. 規制の枠組みは、市場仲介者に対し、顧客保護、リスク管理、内部統制および業務統制の適切な体制（下記の点を合理的に確保する趣旨の、日常業務のあらゆる側面に関連した方針、手続き、統制など）を確立し、維持するように義務づけているか。
 - (a) 企業の取引慣行の健全性——公正、誠実かつ専門的な方法で全顧客を扱うことを含む
 - (b) 重要な職務と機能の適切な分離——特に、同一人物が行うと、発見されない過誤につながる可能性があったり、当該企業や顧客を不適切なリスクにさらすような濫用に陥りがちな職務や機能において
6. 原則 8 を踏まえ、規制の枠組みは市場仲介者に以下を行うように義務づけているか³³⁸。
 - (a) 自社の利益と顧客の利益の間、または顧客の間で生じる利益相反の対処に努める。
 - (b) 利益相反の可能性が生じる場合、偏りのない意思決定過程と全顧客の公正な扱いの確保に努め、それで不十分と判明した場合は、追加策（利益相反の開示、機密保持の内規、利益相反が解消できない場合の活動中止が含まれ得る）を検討する利益相反管理メカニズムを施行する。
7. DEA が認められている場合、規制の枠組みは市場仲介者に対し、DEA の顧客が仲介者の既存のポジションや与信枠を上回る注文を出すのを制限または防止できる、自動取引前制御などの統制を用いるように義務づけているか³³⁹。

³³⁷ この評価は十分な自律性を持った者が行うべきである。評価を曲げないようにするためである。

³³⁸ *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>。

³³⁹ *Principles for Direct Electronic Access to Markets*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 8 月、20 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>。

顧客の保護

8. 市場仲介者が、予防措置が必要な顧客資産を支配している、または他の形で責任を負う場合、仲介者による適切な保護（例えば、そのような資産の分別と識別）を義務づけた規制は敷かれているか。そのような措置は、ポジションの譲渡を促進し、経営破綻が発生したときの秩序だった清算や顧客資産の返還に役立つか。
9. 規制の枠組みは、投資家からの苦情に対処する効率的かつ効果的な仕組みを備えるように、市場仲介者に義務づけているか。
10. 規制の枠組みは、証券を実質的に所有または支配する者を含め、信頼できる独立したデータを用いて、顧客の本人確認を行い、検証するように、市場仲介者に義務づけているか。
11. 規制の枠組みは、顧客の事情や提供されるサービスに関連した投資目的について、市場仲介者が顧客から情報を入手して保持するように義務づけているか。
12. 規制の枠組みは、顧客に具体的な助言を提供する前に、「顧客を知る（know its customer）」ように市場仲介者に義務づけているか。
13. 規制の枠組みは、上記の情報を記載した記録を妥当な年数以上にわたって保管するように市場仲介者に義務づけているか³⁴⁰。市場仲介者は、監督者が個別の取引に関連するすべての事実を見つけられる形で、帳簿や記録を維持するように義務づけられているか。
14. 規制の枠組みは、雇用契約書や口座開設契約書、あるいは市場仲介者を通じて取引するための一般条件および個別条件を記した書面を、市場仲介者が顧客に交付するように義務づけているか。
15. 規制の枠組みは、顧客が情報を踏まえて投資判断を下せるように、市場仲介者が顧客に情報を開示し、利用できるようにすることを義務づけているか。
16. 規制の枠組みは、市場仲介者が少なくとも年 1 回、口座報告書を顧客に交付するように義務づけているか。
17. 規制の枠組みは、顧客の取引に伴うすべての手数料に関する情報を顧客に提供するように、市場仲介者に義務づけているか。
18. 規制の枠組みは、顧客および顧客資産の利益を最大化するように、相当の注意とデューディリジェンスを伴って行動し、市場の完全性の保持を支えるように、市場仲介者に義務づけているか。
19. 規制当局は、市場仲介者の義務遵守の監視を図る内部プロセスなど、監督プログラムが施行されているのを実証できるか。

³⁴⁰

Compliance Function at Market Intermediaries、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.

市場仲介者に関する原則

注釈

顧客資産の扱いは、原則 30 で取り上げた資本の十分性に関わる可能性がある。

仲介者の十分な開示を構成するものは、提供されるサービスの種類に左右される可能性がある。例えば、純粋な注文取次業者に要求される開示は、投資の助言も提供するフルサービスのブローカーに対するものと異なるであろう。

主要論点 19 は、顧客と取引するすべての市場参加者に、受託者義務を課すまたは義務づけると解すべきでない。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 9 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 3、5 (a)、5 (b)、6 (a) または (b)、7 (該当する場合)、9、10、12、14 および 15 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a)、1 (b)、1 (c)、2、4、8、11、13、16、17、18、19 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 32 投資家に対する損害・損失を最小化し、システミックリスクを抑制するための、市場仲介者の破綻処理に関する手続きが存在すべきである。

市場仲介者の破綻は、顧客や取引相手に悪影響を及ぼしかねないが、システミックな影響をもたらす恐れもある。規制当局は、市場仲介者が破綻する事態に対処するため、明確かつ柔軟な計画を用意しておかなければならない。

主要課題

1. 規制当局は、市場仲介者が破綻する事態に対処する明確な計画を持つべきである。金融破綻の状況は予測不可能なため、柔軟な計画にすべきである。
2. 規制当局は、仲介者の破綻が引き起こす投資家と金融システムの機能への損害や損失を最小限にとどめるように試みるべきである。業務を制限する措置、資産の適切な管理の確保を目的とした措置、市場に情報を提供する措置の組み合わせが必要だろう。
3. 支配的な国内の銀行規制モデルに応じて、銀行規制当局と、さらに国内の状況から必要であれば、破産当局と協力しなければならないだろう。少なくとも規制当局は、他の関連する国内外の市場当局の連絡先を特定しておくべきである³⁴¹。
4. 規制当局は、市場仲介者の破綻で生じる潜在的にシステミックな影響を、ごく短時間のうちに判断するメカニズム／監視システムを備えるべきである。

主要論点

1. 規制当局は、行動を抑制し、資産の適切な管理を確保し、必要に応じて市場に情報を提供する措置の組み合わせなど、企業が破綻する事態に対処するための計画を有しているか。
2. 規制当局に市場仲介者の破綻の可能性を通知し、問題への対処や是正措置を講じる時間を与える早期警戒体制や他のメカニズムはあるか。
3. 規制当局は適切な措置を講じる権限を持っているか。特に、以下の事項を行えるか。

³⁴¹ Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD49.pdf>.

市場仲介者に関する原則

- (a) 投資家への損害や損失を最小限に抑えることを視野に入れ、仲介者の業務を制限する。
 - (b) 仲介者に対し、例えば別の仲介者に顧客の口座を移管するなど、具体的な行動を取るように義務づける。
 - (c) 監視、財産の保全管理、保佐または他の管理を行う者の選任を請求する。そのような権限がない場合、規制当局は、仲介者または仲介者を代理する第三者が保有する資産につき、占有または支配を関係当局に申請できるか。
 - (d) 仲介者の破綻が発生した場合、顧客および和解の保険スキームまたは保証基金など、顧客、取引相手、システムへのリスクを最小限にとどめる趣旨の他の利用可能な措置を適用する。
4. 規制当局は、これらの仲介者に対する措置を講じる権限と実際の能力を有することを実証できるか。
5. 金融混乱に対処する規制当局のプロセスや手続きには、国内外の他の規制当局と適宜、連絡や協力を行うことが含まれるか。また、取決めが交わされており、協力が実行される証拠はあるか。

注釈

破綻したまたは破綻しつつある仲介者が占有する顧客資産を保護する規制制度の十分性を評価する際、資本および他の健全性規制の十分性を考慮するのに加え、分別の仕組みの十分性を適宜検討するのが適切である。また、仲介者の破産発生時に、顧客の資金や証券を保護するように設計された保険および／または補償スキーム、ならびに和解保険スキーム、または取引相手やシステムのリスクを最小限に抑えるであろう他の取決めについても、利用性や十分性を検討するのが適切である。

評価者は、取決めをどのように組み合わせて活用できるか、それらがどのようにリスク緩和を意図しているかを示すべきである。

原則 32 の評価は、システミックリスクに関する原則 6 の評価に基づく知見や、原則 29 および 30 に基づくリスク管理慣行に関連した知見と整合すべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 3 (d) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

市場仲介者に関する原則

一部実施

問 3 (b) 、 3 (c) 、 3 (d) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、2、3 (a) 、 4 および 5 の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

I. 流通市場に関する原則

1. 前文

どの法域の規制当局も、投資家が公正、効率的、透明な流通市場を望んでいると認識している。本セクションに基づく原則は、この目的の推進を意図している³⁴²。市場の公正性は、投資家保護や不適切な取引慣行の防止に密接につながっている。

原則 33 から 37 において、「市場」の語は、株式や債券、オプションやデリバティブの取引に用いる制度を含め、最も広義に解釈すべきである。伝統的に組織された取引所のほか、流通市場には、さまざまな形の取引所外の取引システムが含まれると解すべきである。これらのシステムには、代替取引システム（ATS）、多角的取引施設（MTF）、仲介者が開発した「私設」システムなどがあり、通例、他のブローカー、銀行、機関投資家／運営者の与信基準を満たす個人投資家にサービスを提供する。民間の店頭（OTC）取引を通じて伝統的に取引されてきた商品が、次第に電子取引の施設に移行している。IOSCO は今回のメソドロロジーの改定にあたり、OTC デリバティブに関する作業を開始した³⁴³。この作業により、メソドロロジーをさらに修正する必要がある可能性が高い。

評価目的で「市場」が広義に解釈されているが、このメソドロロジーは、IOSCO の報告書が取り上げたトピックに向けられている。認可された取引所や規制された取引システム、すなわち、多数の買い手と売り手を集めて、取引の完了につながる市場システムが、この評価の主な対象である。

特定の流通市場に適した規制は、市場の性質、商品、参加者によって決まる。規制は次第に、取引の国際化の進展と、技術発展が市場や市場のインフラに及ぼす影響を考慮しなければならなくなっている。

一部の取引所や取引システムの運営は、市場やシステム自体によって行われる。他では、運営者として活動する別の主体によって行われる。このセクションでは、用語「認可された取引所」と「規制された取引システム」は、両方のタイプの取引所や取引システムを含むと解すべきである³⁴⁴。

規制の水準は、当該市場の特質に左右され、それには以下が含まれる。アクセスの権利、取引される商品の種類、他市場との統合の度合い、国際取引の範囲、技術発展の影響、運営者が法定の権限に基づいて、自主規制およびリスク管理の役割を果たす能力。

³⁴² *Supervisory Framework for Markets*、IOSCO 専門委員会報告書、1999 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf>。

³⁴³ *Report on Trading of OTC Derivatives*、IOSCO 専門委員会報告書、2011 年 2 月、入手先は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>。

³⁴⁴ ここでの「運営者」の言及は、認可された取引所や規制された取引システムを含み、その逆も当てはまると解すべきである。

規制は市場構造、市場参加者、商品に応じて異なり得るため、そのような違いや違いの根拠に関する情報は、どの評価でも重要な要素となる。例えば、原則は特定の規制方法を指定しない。ほとんどの場合、原則は、法律、行政規則、勧告、ガイドラインまたは手続き、市場規則、取引慣行やベスト・プラクティスの信義則、または専門家としての市場行動規範、合意された市場慣習、または電子市場におけるアルゴリズムへの組み込みによって、実施され得る。ただし、選ばれた実施方法が必ず、目的の達成に必要な範囲で執行可能であり、ベンチマークを考慮していることが条件となる。

したがって、正確に規制構造を評価するため、評価者は、清算・決済の取決め、参加者の種類と国際的な結びつき（国内外の両方）など、市場構造を理解しなければならない。この評価メソッドロジーのイントロダクションは、市場構造が評価実施時のアプローチに与える影響について、さらなる指針を与えてくれる。

原則はまた、「一部の場、取引システムを直接的な規制からほぼ例外とするのが適切である」と認めているが、規制当局が必要な承認（または免除）の種類を正しく検討したあと、関連当局に承認してもらう必要がある³⁴⁵。この場合、基準は、透明で、利用しやすく、整合的に適用されるべきである³⁴⁶。例外扱いが市場や公衆に及ぼす効果は、原則 7 に基づく「規制の境界線」の問いに関連する可能性がある。

さらに、多くの法域で、外国の運営者が出資する電子取引システムの認可／承認のプロセスや関連する義務が、純国産システムに対するプロセスと異なる可能性がある³⁴⁷。同様に、一部の法域では、取引される商品や参加者の洗練度に応じて、市場に階層的な規制を課すことがある。また、代替取引システムをブローカーとして規制し、市場仲介者に準ずる規制を適用する法域もある（それらの原則に基づくほか、透明性、インサイダー取引、市場での不正行為の禁止に関する一定の規則と併せて）。このような規制の柔軟性は、原則と整合的である。提供されるサービス、取引される商品や市場参加者の種類に関連した違いは、適切な規制面の違いを導き出す一般に受け入れられた根拠である³⁴⁸。

法の支配への信頼、契約の執行可能性、商法および破産法の十分性は、流通市場の効果的な規制にとって極めて重要で、ギャップが存在する部分については、評価の中で特定されるべきである³⁴⁹。

³⁴⁵ *Supervisory Framework for Markets*、IOSCO 専門委員会報告書、1999 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf>。

³⁴⁶ 例えば、出来高が少ない取引システムは、一部の義務を免除するのが適切だろう。また多くの法域で、ソブリン債（および、場合によってはサブソブリン債）の流通市場は規制を受けないか、社債の流通市場に比べて、より限定的な規制の対象となる。

³⁴⁷ ただし、市場の参入・退出や商品に対する不要な障壁は、存在すべきでない。場合によっては、財政に関する法令や他の一般法など、規制当局の管轄下でない法がもたらす可能性もあろう。添付資料 1 を参照されたい。半面、例えば、アクセス基準は、相互認証、追加的な開示または他の義務に基づくことができよう。

³⁴⁸ *Supervisory Framework for Markets*、上記、セクション IV. A.、代替取引システム

³⁴⁹ 添付資料 1

2. 範囲

原則 33 から 38 は、法域の全体的な規制構造が、どのように規制市場の完全性を確保するかを検討する。

原則 33 および 34 は、取引所や取引システムの認可とそれらの継続的な監視の一般的要件を検討する。具体的には、原則 33 は、取引所または取引システムが最初に法域内で認可されるときに必要な基準を検討する。一方、原則 34 は、認可の前提条件として必要と考えられた関連条件とともに、認可された取引所または規制された取引システムの継続的遵守を、規制当局が確保する手続きを検討する。

原則 35、36 および 37 は、市場の完全性の促進を意図した具体的な規制目的に焦点を当てる。原則 35 は、規制構造が透明性（取引前と取引後の情報の入手性に関して定義される）を促進する程度に焦点を当てる。原則 36 は、相場操縦、詐欺、欺罔の行為や他の市場不正行為を禁止、発見、抑止する規制や仕組みに焦点を当てる。最後に、原則 37 は、大口エクスポージャー、デフォルト、市場の混乱に対し、適切な管理を確保するため導入された仕組みに焦点を当てる。原則 37 はまた、株式市場の空売り規制義務の必要性も取り上げる。

原則 38 は、証券・デリバティブ市場や支払・決済システムが混乱に陥る可能性があるため、国内外のいずれにおいても、証券決済システムと中央清算機関は、効果的な規制と監督を受けるべきだと明らかにする。それらが公正、効果的かつ効率的であることを確保し、システムミックリスクを確実に緩和するためである。

3. 原則33～37

原則 33 証券取引所を含む取引システムの設立は、規制上の認可・監督に服すべきである。

規制当局の取引所や取引システムの認可は、取引規則の審査と承認を含め、公正で秩序ある市場の確保に役立つ³⁵⁰。市場の公正性は、特に不適切な取引慣行の防止により、投資家保護に密接につながっている。

規制は、市場施設への公平なアクセスが非差別的に投資家に与えられるように、万全を期すことに努めるべきである。規制は、公正な注文の扱いと信頼できる価格形成過程を確保する市場の慣行と構造を推進すべきである。これには、取引が執行されたときの価格に関する情報が、迅速に一般に提供される適切な取引後報告システムの義務づけが含まれる。

主要課題

認可基準

規制を受ける取引所または取引システム

1. 規制は、流通市場としての取引所または取引システムの運営者の初期時点および継続的な妥当性と能力の評価を定めるべきである。運営者は規制当局に説明責任を負い、元本、決済、保証またはパフォーマンスのリスクを負うときは、取引未完了のリスク緩和を図る健全性および他の義務に従わなければならない。

監督

2. 規制当局は、公正性、効率性、透明性および投資家保護ならびに証券法の遵守を確保するため、取引所または取引システム、その会員または参加者のモ

³⁵⁰ 評価者は、背景に関して下記の IOSCO 報告書を参照すべきである。*Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*、IOSCO 報告書、1994 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD42.pdf>。また、以下も参照されたい。*Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*、IOSCO 専門委員会報告書、1990 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD6.pdf>、*Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Reviews and Additions*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>、*Securities Activity on the Internet*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>；および *Securities Activity on the Internet II*、IOSCO 専門委員会報告書、2001 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD120.pdf>。

ニタリング、監視および監督のため、運営者が交わしたあらゆる取決めの信頼性を評価すべきである。無秩序な取引状況を特定して対処し、違反行為を発見したときは確実に処理する仕組みを施行しなければならない。市場取引が混乱する恐れのある状況で、取引停止、他の取引制限および規制当局が活用できる支援の手続きの詳細を、規制当局に提出すべきである。

3. 機能が外注化される場合、市場がサービス業者に外注するであろう一切の機能について、外注に伴って、外注を行う側の市場の責任が否定されるわけではない。外注を行う市場は、すべての規制義務を確実に遵守できるように、力量や能力を保たなければならない。したがって、規制面の重要な機能の外注に関して、市場はかかる機能を外注し得るかどうか、どのように外注し得るかを考慮すべきである。外注は、市場の適切な監督や監査など、法定責任を行使する市場当局³⁵¹の能力を損なう場合は、許されるべきでない³⁵²。

商品と参加者

4. 規制当局は、最低限の要件として、取引所や取引システムで取引される証券や商品の種類を知らされるべきであり、商品の取引を統括する規則を、適宜審査／認可すべきである。それにより、市場および／または規制当局は以下を行うべきである。
 - (a) 商品設計の原理、ならびに適宜、上場要件および取引条件を検討する。
 - (b) システムや取引所へのアクセスが、公正かつ客観的であるように確保し、関連する参加基準と手続きを検討する。

注文執行手順

5. 注文執行規則や注文取消手続きは、規制当局や市場参加者に開示されるべきであり、全参加者に公平に適用されるべきである。取引所や取引システムの注文回送手続きも、規制当局や市場参加者に明確に開示され、公平に適用されるべきであり、関連する証券規制（例えば、顧客優先や、フロントランニング（顧客の先回りをした取引）の禁止）に反するべきでない³⁵³。

³⁵¹ 「市場当局」の語は、この文脈では、市場に対する一定の規制機能を果たす上で、法律または規制上の権限を有する法域内の当局を指すのに用いられる。関連する市場当局は、規制機関、自主規制機関および／または市場自体の可能性もある。*Principles on Outsourcing by Markets*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 7 月、3 ページ、脚注 2、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD299.pdf>。

³⁵² *Principles on Outsourcing by Markets*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 7 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD299.pdf>。

³⁵³ すべての法域が、SRO 義務を市場に課しているわけではない。市場の具体的な責任は必ず、準拠法・規則によって規定される。

6. 技術的な接続オプションの違いから（特に取引所サーバー周辺に高速アルゴリズム取引システムが共同立地することから）生じる待ち時間の違いの公正性は、技術的に重要な、市場の完全性に関する問題を提起する³⁵⁴。この問題については、さらなる作業の進展が待たれる。市場当局は *IOSCO の Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems*（2000 年）で示されたアプローチを考慮すべきである。この報告書は、1 つの接続オプションの中での公平な扱いと、レスポンスタイムの違いの開示に焦点を当てている。
7. 直接電子的アクセス（DEA）は、人が自分の注文を執行するため、市場の取引マッチングシステムに直接送る（すなわち、他人による取扱いや再入力をしていない）プロセスを指す³⁵⁵。
8. 市場は、公正かつ秩序だった取引に関するリスク管理を行える合理的に設計された有効なシステムや統制（特に、仲介者が適切な取引制限を発動できる自動取引前制御など）が導入されなければ、DEA を許容すべきでない³⁵⁶。
9. 市場は、会員の仲介者が適切な監視とリスク管理制御を導入できるように、取引前および取引後の情報に（リアルタイムベースで）アクセスを与えるべきである³⁵⁷。

取引情報

10. 完了した取引、取引情報および規則、運営手続きに関する情報は、入手できるようにすべきであり、規制当局は、それが同様の状況にある市場参加者全員に公平に提供されていることを検証すべきである³⁵⁸。
 - (a) 参加者の区分けは、取引前情報へのアクセスを目的として、合理的な根拠に基づいてなされるべきである。
 - (b) かかる情報へのアクセスの差は、特定の区分の参加者に、不公正な形で不利を与えるべきでない。
11. 規制当局が、完全な取引文書や監査証跡を入手できるようにすべきである。

³⁵⁴ *Principles for Direct Electronic Access to Markets*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 8 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>。

³⁵⁵ 同書。付録 1、DEA の定義。

³⁵⁶ 同書。20 ページ、DEA 原則 6。

³⁵⁷ 同書。17 ページ、DEA 原則 5。この原則は、電子取引が普及した世界で、DEA の状況における伝統的なリスク管理機能を果たすのを促進するため、仲介者が取引前および取引後の関連情報に、適時アクセスできなければならないとの専門委員会の認識を反映している。

³⁵⁸ 市場参加者には、市場の会員だけでなく、より広い意味で投資家が含まれる。

主要論点

規制対象の取引所または取引システム

1. 取引所や取引システムの設立³⁵⁹には、認可が必要か。
2. 取引所や取引システムの運営者に、次のような認可の基準はあるか³⁶⁰。
 - (a) 所管官庁による市場の分析と認可を義務づける。
 - (b) 流通市場として取引所や取引システムの運営者の運用面および他の能力の証拠を求める。
 - (c) 元本、決済、保証またはパフォーマンスのリスクを負う取引所または取引システム運営者に、健全性要件および取引未完了リスクの緩和を図る他の要件の遵守を義務づける（例えば、強制的な証拠金評価と徴収、資本または財源、会員からの拠出、保証基金、与信枠またはポジションの制限）。
 - (d) 規制当局が、認可された取引所または規制された取引システムの運営者に対して、不正行為防止の規則・政策・手続きを確立し、すべての会員または参加者を公正に扱い、市場および所管当局の義務を遂行する能力を持つ義務などの継続条件を（適宜）課することができる。³⁶¹

監督³⁶²

3. 規制は、以下の項目の評価を義務づけているか。

³⁵⁹ 取引システムがブローカーとして扱われる限り、原則に基づき適用される義務は、市場仲介者関連のほか、透明性、インサイダー取引または市場での不正に関する義務を組み合わせた形となる。

³⁶⁰ 「認可」の語は、「免許を受けた」「投資事業を行う権限を得た」または「認証」を含むと解すべきである。

³⁶¹ *Supervisory Framework for Markets*、IOSCO 専門委員会報告書、1999 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf> は、7 ページで次のように述べている。「認可プロセスを通じて、規制当局は、運営を禁止または制限する力という重要な執行手段を保有する。」これは、「説明責任」の概念の中で暗示されている。

³⁶² 同書、8 および 9 ページ。

- (a) 公正性、効率性、透明性および投資家保護ならびに証券法の遵守を確保するため、取引所・取引システムおよびその会員・参加者のモニタリング、監視、監督に向けて、運営者が交わしたすべての取決めの信頼性。市場の紛争解決と適当な場合には訴訟する手続きや取決め、技術システムの規格および運用上の不具合に関連した手続き、記録保管システムの情報、法律違反の疑いの通報、顧客の資金や証券の保管に関する取決め（該当する場合）、ならびに、取引の清算・決済の方法の情報。
- (b) 無秩序な取引条件を特定および対処したり、発見された違反行為を処理するため、設るべき仕組み。これには、取引停止³⁶³、他の取引制限、および、潜在的な取引混乱の状況下で、規制当局が活用できるシステムへの支援が含まれる。
- (c) 関連市場当局（すなわち、規制当局または関連 SRO）、外注を行う市場、その監査人は、取引所が外注した業務に関わるサービス業者の帳簿や記録へのアクセスと、請求により、規制面の監督に関連する業務についての他の情報を速やかに入手する能力を有するか。

³⁶³

Indexation: Securities Indices and Index Derivatives、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 2 月、28－29 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD143.pdf>。「非多角化指数に内在する設計上の特性を補うため、より積極的な監視が適用され得る。」

証券と市場参加者

4. 証券および市場参加者に関して

- (a) 規制当局は、取引される有価証券の種類 of 報告を受け、当該証券の取引や上場の承認を統括する規則を承認しているか。
- (b) 該当する場合、規制当局または市場は、商品の取引を認める際、商品の設計³⁶⁴ と取引条件を考慮するか。
- (c) 規制の枠組みは、関連する参加規則の監督を通じて、取引所や取引システムへの公平なアクセス³⁶⁵ を与えているか。

³⁶⁴ 証券の公開取引が認められるためには、規則や義務に従う可能性がある。以下を参照されたい。*The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf>。デリバティブの場合、「デリバティブ市場の契約設計規則は、適切な監視システムの補完と見なすべきである。一般に、契約設計基準は、契約が容易に操作されないようにすること、受け渡しおよび／または決済の仕組みが信頼できること、ならびに（デリバティブ商品で）現物とデリバティブの価格が期落ちの際に収斂し、その結果、有効なリスク管理機能として役立てられることを保証する趣旨である。」

³⁶⁵ 例えば、デリバティブ商品向けの電子システムへのアクセスに関して、規則は以下の事項を確保しているか——応答時間がすべてのシステム参加者の間で等しい、同様の状況にあるシステム利用者が全員、システムへの接続や接続維持を平等に行える、システム利用者の同等の「入力」（例えば数量や注文の種類）はすべて、公正かつ公平に扱われる、他のシステム（例えば決済システム、注文回送システム、気配値提供者）とのリンクやインターフェースは平等である。*Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*、IOSCO 専門委員会報告書、1990 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD6.pdf> の原則 3 の議論も参照されたい。これらは、デリバティブ商品の規制された取引システムの状況下で開発された「ベスト・プラクティス」を例示しており、他の証券商品における規制された取引システムの慣行を制限または規定する趣旨ではない。

注文執行手続きの公正性

5. 注文執行手順に関して

- (a) 注文回送手続きは、規制当局と市場参加者に明確に開示され、公正に適用され、関連する証券規制（例えば、顧客注文の優先と、フロントランニング（すなわち顧客に先回りした取引）の禁止に関する義務）に反していないか³⁶⁶。
- (b) 執行規則は、規制当局と市場参加者に開示されており、全参加者に整合的に適用されているか。
- (c) 該当する場合、規制当局は公正性のため、自動取引システムの取引マッチングや執行アルゴリズムを見直しているか³⁶⁷。
- (d) システムの利用者は全員、電子取引システムへの接続および接続維持の平等な機会を得ているか。また、注文執行の応答時間の違いは、システム運営者によって開示されているか。
- (e) 公正かつ秩序だった取引に関して、リスク管理を可能にする設計の効果的なシステムや統制、特に仲介者が適切なリスク制限を行える自動取引前制御は実施されているか。

運営上の情報

6. 取引情報に関して

- (a) 同様の状況の市場参加者は、市場規則や運営手続きへのアクセスを公平に得ているか。
- (b) 合理的な時間内に取引行為を再現するため十分な記録（すなわち、監査証跡）が利用できるか。
- (c) システムはこうした情報を開示でき、利用できるように設計されているか。逆に、システムは、開示を意図しない他の情報の機密保持のため、予防措置を講じているか³⁶⁸。
- (d) 市場は、会員の仲介者に対し、仲介者が適切な監視とリスク管理の統制を行えるように、関連する取引前および取引後の情報へのアクセスを（リアルタイムベースで）与えているか。

³⁶⁶ 規制面の問題は、注文が組織だった規制市場に送られるか、他の規制された取引執行・マッチングシステムに送られるかに左右されるだろう。Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems、IOSCO 専門委員会報告書、1994 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD42.pdf>。のパラグラフ 67-73 の議論も参照されたい。

³⁶⁷ Screen-Based Trading Systems for Derivative Products、上記

³⁶⁸ Screen-Based Trading Systems for Derivative Products、上記、原則 2 の議論を参照されたい。

注釈

上記の規制面の目標がすべて、ATS、MTF、私設取引システムに同じように適用されるわけではない³⁶⁹。例えば、一部の法域は、仲介者と取引システムの市場規制を組み合わせ活用する。また一部の法域では、会員や参加者に規律を課すことに関連した規則があるのは、取引所だけかもしれない。しかし、取引システムは、少なくとも証券法の遵守を確保する仕組みは備えておくべきである。

評価者は、当該法域で用いられる規制の構造を理解し、適切なベンチマークを適用すべきである。例えば、規制プログラムの組み合わせが用いられるとき、十分な透明性の取り決めや、市場の不正に対する禁止・監視を条件に、仲介者の原則に基づいて規制される取引システムもあるだろう。この見解は、原則 34 と 35 にも当てはまる。

取引情報の入手性は、特に当該市場の法域と、トレーダーや情報提供業者が市場にアクセスする法域の両方で、電子取引技術のスピードと市場間の結びつきが強まると、誤って執行された取引が市場にもたらす影響を悪化させる可能性がある。取引所や取引システムのモニタリング、監視および監督のため、運営者が交わしたあらゆる取決めの信頼性に対する規制当局の評価には、とりわけ、誤発注に関する取引所や取引システムの方針の必要性の検討が含まれるべきである³⁷⁰。

³⁶⁹ 法域がこの種の取引システムを規制する程度は、ばらつきがある。すべての法域が、ATS や私設取引システムを認可したり、他の形で規制するわけではない。

³⁷⁰ *Policies on Error Trades*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2005 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD208.pdf>。勧告 7 は、「市場の監督者は、ご発注に関する方針の実施が…（報告書）と一致するように支援すべきである」と述べている。

より広義には、規制当局の取引所や取引システムに対する審査は、国内と法域外の両方で、他の取引の場との結びつきや相互関連を調べるべきである³⁷¹。

規制当局は、原則に従って国内法域の市場に適用される規制との同等性や比較可能性をもとに、他の法域で設立された取引所や取引システムを認証してもよい。複数の市場にわたる場合、評価者は、市場の取組高や出来高、関連する重要性を適切に考慮した上で、規制当局が適用する基準について判断を形成する必要がある。

評価者は、所与の法域の証券市場の性質（稼働中の取引所や取引システムが設立されていない、または当該法域内で稼働していない）や、関連する構造的・法的・制度的な検討を踏まえ、原則が該当しないときは必ず、原則の不適用を検討すべきである。この場合、決定の理由を文書化すべきである。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

紛争解決または該当する訴訟手続に関する限り、問 3 (b)、ならびに問 4 (b) および 5 (c) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

³⁷¹

IOSCO のさまざまな報告書が、取引システムや商品の「結びつき」や「相互関連」を、さらには市場間および法域間の影響拡大に対処するため、規制当局が協力し、情報を共有する必要性を論じてきた。例えば以下を参照されたい。*Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>; *Multi-jurisdictional Information Sharing for Market Oversight*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2007 年 4 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD248.pdf>; *Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2006 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>; *Report on Trading Halts and Market Closures*、IOSCO 専門委員会報告書、2002 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD138.pdf>; *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption*、IOSCO 専門委員会報告書、1993 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD29.pdf>; *Coordination Between Cash and Derivative Markets*、IOSCO 専門委員会報告書、1992 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD22.pdf>。See generally recommendation 11 – risks in links between CCPs in *Recommendations for Central Counterparties*、IOSCO 専門委員会および支払・決済システム委員会（CPSS）報告、最終報告書、2004 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf> の勧告 11 – CCP 間の結びつきのリスクを全般に参照されたい。*Principles for Financial Market Infrastructures*、IOSCO-CPSS 報告、市中協議報告書、2011 年 3 月、パラグラフ 4.4.2 – 4.4.3、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD350.pdf>。

流通市場に関する原則

一部実施

問 4 (b) 、 5 (c) 、 5 (d) および 6 (b) ならびに「概ね実施」で認められた問 3 (b) の部分を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1、 2 (a) 、 2 (b) 、 2 (c) 、 2 (d) 、 3 (a) 、 3 (b) （上記の概ね実施に示された例外を条件として）、 3 (c) 、 4 (a) 、 4 (c) 、 5 (a) 、 5 (b) 、 5 (e) 、 6 (a) 、 6 (c) または 6 (d) の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

原則 34 公正・公平で、様々な市場参加者の要請の適切なバランスを確保するルールを通じて、取引の健全性を確保することを目的とした、取引所・取引システムに対する継続的な規制上の監督が行われるべきである。

秩序があり、円滑に機能する市場は、投資家の信頼を促進する。したがって、市場を継続的に監視すべきである³⁷²。

主要課題

1. 規制当局は、認可の必要な前提条件と考えられた条件が、運営中も存在し続けていると確信できる状態を保持しなければならない。
2. 認可された取引所または規制された取引システムの規則や要件の改正は、規制当局に届け出るか、認可を受けるべきである。
3. システムが認可条件、証券法または規制を遵守できないと判断されるときは、認可された取引所または規制された取引システムに対する認可は、再審査に付すか、取り消されるべきである。

主要論点

1. 規制システムは以下を行っているか。
 - (a) 規制当局や規制当局の監督下の SRO が、取引所や取引システムにおける日常の取引行為を監視し（市場監視プログラムを通じて）、市場仲介者の行為を監視し（事業活動の検査を通じて）、こうした措置を通じて情報を収集・分析するプログラムを取り入れている³⁷³。
 - (b) 取引所や取引システムが、特に市場の完全性、市場監視、リスク監視、およびリスクに対応する能力に関して、法律または行政上の責任を果たしていることを検証する規制面の監督メカニズムを取り入れている³⁷⁴。
 - (c) 市場参加者が入手できるあらゆる取引前および取引後情報について、規制当局に十分なアクセスを与える。

³⁷² *Supervisory Framework for Markets*、上記、3 ページ。

³⁷³ *Supervisory Framework for Markets*、上記、9 ページ。

³⁷⁴ このような情報は、報告書や検査などの公式の仕組みや、日常的な会合などの非公式の仕組みを通じて、提供されよう。*Supervisory Framework for Markets*、上記、9 ページ。

2. 規制の枠組みは、取引所や取引システムの規則や要件の改正を、規制当局に届け出るか、認可を受けるように義務づけているか。
3. 規制当局が、取引所や取引システムが認可条件、証券法または規制を遵守できないと判断したとき、以下を行える仕組みはあるか³⁷⁵。
 - (a) 取引所や取引システムを再審査し、市場の運営者に制限または条件を課すなど、一定の措置を講じる。
 - (b) 取引所または取引システムの認可を取り消す。

注釈

これらの主要課題・主要論点は、取引所と取引システムの両方に適用されるが、適用の仕方が異なる可能性がある。例えば、取引所は、自主規制機関としての役割も果たし、それゆえに規制上の責任も負うかもしれない。取引システムは、SROとして機能しないだろう。その結果、取引所向けの規則や要件は、発行体や参加者の規制など、範囲がより広くなる。取引システムの要件は、取引システムの市場構造、すなわち注文がどのように入力され、相互に作用し、執行されるかを概説するだろう。取引所規則と同じ規制面の影響を与えることはない。それらは、取引所規則と同じ規制の影響を与えることはない。

問 3 (a) は、「市場の認可の再審査」の言葉に、さらに中身を与えている。「免許取消しは非常に重い懲戒処分で、多くの場合、市場の運営者は使われると考えておらず、効果的な抑止力にならないだろう。規制当局は、市場運営者への条件付与や制限など、段階的に厳しくなる懲戒処分を科す明確な権限も持つべきである。こうした制限を課す際、公正な手続きを保つための条件が与えられるべきだが、規制当局が必要に応じて迅速かつ効果的に行動するのを妨げるような、時間のかかる複雑なプロセスであってはならない。」³⁷⁶ さもなくば、規制当局は、是正措置の実現に道徳的勧告を用いる能力を強化するため、取消しの権限をどう使えるかを議論するように求められるべきである。

規制当局の承認が認可の条件ではないために、規制当局が取引所や取引システムの認可を取り消す権限を持たない場合（例えば、取引所が「適用除外されている」）、この事実を考慮して評価を調整できるだろう。このような状況で、問 3 (b) の否定的回答が不実施の評価の唯一の理由となる場合、評価者は、規制当局が取引所や取引システムの全取引を最低 6 ヶ月間停止する権限を持つのを証明すれば、問 3 (b) が肯定的に回答され、一部実施の評価が保証されると結論づけても認められる。

³⁷⁵ 同書

³⁷⁶ *Supervisory Framework for Markets*、上記、7 ページ。

流通市場に関する原則

あるいは、規制当局が問 3 (a) に肯定的に回答でき、規制当局が活用できる制裁や制限の範囲に、市場運営者の権限の無効化や、取引所や取引システムの経営陣の交代が含まれるのを証明すれば、一部実施の区分が正当化されよう³⁷⁷。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 3 (a) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 2 および 3 (a) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、 1 (b) 、 1 (c) または 3 (b) の 1 つ以上に肯定的に回答できない。

³⁷⁷ よくある質問 (FAQ) https://www.iosco.org/webmeth_pub/faqs.cfm?prin=25

原則 35 規制は、取引の透明性を促進するべきである。

透明性は取引に関する情報（取引前・取引後の両方の情報）が一般に入手できる程度として定義できる。市場の透明性の程度は、リアルタイム基準からの乖離として測定できる。取引前情報は、呼値主導方式の市場（quote-driven market）と注文主導方式の市場（order-driven market）のいずれにおいても、約定可能な買値と売値の提示に関係し、仲介者と投資家（市場参加者）がある程度の確度をもって、取引できるかどうか、どの相場で取引できるかを知る手段となる。取引後情報は、実際に約定したすべての個別取引の相場と出来高に関係する。

市場の透明性は一般に、市場の公正性と効率性の両方、特に流動性と価格形成の質において、軸になると見なされる。

取引前と取引後の透明性は、投資家が仲介者から受ける執行の質を監視しやすくなり、投資家保護を強化する。透明性は、市場の効率化の促進に役立ち得る。市場参加者が他者の取引行為に気付いていないとき、証券のプライシングに非効率が生じる可能性がある。これは特にディーラー中心の市場に当てはまり、取引前情報は、仮に入手できても、少数のディーラーからしか得られず、買い方の顧客は情報面で不利になる。取引後の透明性は、ディーラーと買い方の顧客の情報の非対称性を軽減できる。取引価格が公開される場合、買い方の市場参加者は、執行は、過去に執行された水準に近い価格が得られなければ、疑問を唱える可能性が高くなる。

売り買いの気配値を広く入手できるということは、価格発見の確保と、公正価格で取引できるという利用者の信頼の強化において、中心的な要素である。この信頼がさらに、買い方と売り方の参加意欲を高め、流動性を促進し、競争的なプライシングを刺激するだろう。

完了した取引の出来高と価格の情報は、市場参加者が直近の出来高と価格の情報を考慮できるだけでなく、他の市場参加者と比較して、得られた執行の質を監視できることにもなる。

一般的には、取引情報がより完全でより広く入手できれば、価格発見プロセスがより効率的になるはずで、公正性に対する一般の信頼も高まる。しかし、市場の透明性の基準を確立するのは、容易ではない。透明性の水準に対する個々の市場参加者の関心が、ばらつくからである。規制当局は相当注意して、特定の市場構造における透明性の適切な水準を評価する必要がある³⁷⁸。

市場当局が、リアルタイムの透明性の目的から多少の逸脱を許容する場合、明確に条件を定義する必要がある。市場当局（取引所運営者と規制当局の一方または両方）はこのような場合、逸脱の必要性を評価し、必要に応じて代替策を指示できるように、完全な情報にアクセスを持つべきである³⁷⁹。

主要課題

1. 情報への適時なアクセスの確保は、流通市場の取引を規制する鍵となる。流通市場取引の関連情報への適時なアクセスにより、市場参加者は、自分が取引できる条件と、受ける執行の質を評価できる。それによって自分の利益に目を配り、相場操縦や他の不公正な取引慣行の可能性を減らすことになる³⁸⁰。
2. 市場当局がリアルタイムの透明性の目的から多少の逸脱を許容する場合、取引前であれ取引後であれ、条件を明確に定義すべきである。市場当局（取引所運営者と規制当局の一方または両方）は、逸脱の必要性を評価し、必要に応じて代替策を指示できるように、完全な情報にアクセスできるべきである。
3. 透明な注文は、同じ取引の場で、同じ価格のダークオーダーに優先されるべきである³⁸¹。

³⁷⁸ *Transparency and Market Fragmentation*、IOSCO 専門委員会報告書、2001 年 11 月、4–5 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf>; *Stock Repurchase Programs*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>。以下も参照されたい。*Transparency of Structured Finance Products*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2010 年 7 月、21 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD326.pdf>。 *Principles for Dark Liquidity*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2011 年 5 月、26 ページ、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>。

³⁷⁹ 例えば、規制当局が仕組み金融商品（SFP）の取引後透明性の制度を策定する際、検討したいであろう非規範的要素の一覧は、*Transparency of Structured Finance Products*、上記、25 ページを参照されたい。

³⁸⁰ 情報内容の議論は、*Transparency on Secondary Markets: A synthesis of the IOSCO Debate*、IOSCO 専門委員会報告書、1992 年 12 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD27.pdf>、のセクション 3 と 4 で取り上げられている。加盟法域の実務に関する議論は、以下を参照されたい。*Transparency of Corporate Bond Markets*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD168.pdf>。

³⁸¹ 同書

4. 完了した取引に関する情報は、ダークプールで執行された取引や、透明な市場に入ってきたダークオーダーの結果も含め、あらゆる市場参加者に公平に提供されるべきである³⁸²。ダークプールや、ダークオーダーを提示した透明な市場は、市場参加者に十分な情報を提供し、市場参加者が自分の注文の取り扱いと執行の状態を理解できるようにすべきである³⁸³。
5. 規制当局は、法域内のダークプールやダークオーダーの動向を定期的に監視し、それらの動きが価格形成過程の効率に悪影響を及ぼさないように確保し、必要に応じて適切な措置を講じるように努めるべきである³⁸⁴。

主要論点

1. 規制の枠組みに、以下の項目が盛り込まれているか。
 - (a) 市場参加者に取引前（例えば、注文の揭示³⁸⁵）情報を提供する義務または取決め
 - (b) 市場参加者に取引後情報（例えば、直前の約定価格と出来高）を適時提供する義務または取決め
 - (c) 完了した取引に関する情報が、市場参加者全員に公平に提供される義務または取決め
2. リアルタイムの透明性の目的からの逸脱が許容される場合
 - (a) その条件は明確に定義されているか。
 - (b) 市場当局（取引所運営者と規制当局の一方または両方）は、逸脱の必要性を評価し、必要に応じて代替策を指示できるように、完全な情報へのアクセスを有するか。
 - (c) 規制当局は、ダークトレーディングやダークオーダーの動向の監視に十分な情報へのアクセスを有するか。
 - (d) 透明な注文はダークオーダーに優先されるか。
 - (e) ダークプールとダークオーダーを提示する透明な市場は、市場参加者に十分な情報を提供し、市場参加者が自分の注文の取り扱いと執行の状態を理解できるようにしているか。

³⁸² *Principles for Dark Liquidity*、上記。

³⁸³ *Principles for Dark Liquidity*、上記、31 ページ。

³⁸⁴ *Principles for Dark Liquidity*、上記。

³⁸⁵ 非拘束的な売り注文は含まれない。

注釈

上述のとおり、市場の透明性の程度は、リアルタイム基準からの乖離として測定できる。しかし、「適時性」に単一の基準はない。大半の取引所や規制システムは、リアルタイム基準からある程度の乖離を認めている。例えば、ブロック取引の気配値情報にある程度の不透明さを許容する、「リアルタイム」に複数の異なる定義を採用する、数分からより長い時間までばらつく「迅速性」基準を採用する、取引の規模・取引の種類・ディーラーの種類（競争売買市場ではなくディーラー仲介型）・市場モデルに応じて、リアルタイムの例外を認める。確かに、市場のマイクロ構造の各タイプは、少し異なる方法で市場の公正性、効率性と透明性を実現する。

取引後の透明性の一般要件からの逸脱は、説明すべきである。妥当な逸脱が認められる法域をより低い評価区分に割り当てておくべきではないが、文書化はすべきである。機関投資家中心の市場は、仲介者にリスクを与え、価格形成過程の完全性・流動性・市場の秩序ある動きに影響し得る大口注文の執行に、別の透明性基準が該当するだろう。

市場当局（取引所運営者と規制当局の一方または両方）は必ず、そのようなときに逸脱の必要性を評価し、必要に応じて代替策を指示できるように、完全な情報にアクセスを持つべきである。市場当局はいかなる状況でも、監督の役割を果たす際、市場の透明性の決定を認識すべきである。加えて、ダークプールが透明な市場の価格発見プロセスに悪影響を与えないように、規制当局が動向を監視するのも重要である。ダークトレーディングが価格発見プロセスに悪影響を与えるかもしれないと規制当局が懸念する場合、そのような歪みに対処するため適切な措置を講じるべきである³⁸⁶。

実際には、業者間および一定の店頭取引の場を除き、大半の市場は、可能な限りリアルタイムに近い取引後価格の報告と公表を行うように努めている。評価は規制された／組織だった市場に焦点を当てているが、いかなる評価も、透明性を取り上げる際、法域内の市場の支配的な構成を考慮しなければならない。

結局、透明性に対する最終的なアプローチと適時性の程度は、異なる市場参加者（小口投資家、機関投資家、仲介者、取引所）の利益相反にどうウェイトをかけるかで、個別法域レベルで下される政策判断である³⁸⁷。規制当局はこの決定の根拠と、「主要課題」で述べた目的をどう果たすのかに関して、情報を提供すべきである。

ベンチマーク

完全実施

³⁸⁶ *Principles for Dark Liquidity*、上記。

³⁸⁷ *Transparency on Secondary Markets: A synthesis of the IOSCO Debate*、上記、23–24 ページおよび 30 ページ。

流通市場に関する原則

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 2 (c) および／または、もっぱら機関投資家の取引において問 1 (a) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

一部実施

問 1 (a) 、 2 (c) 、 問 2 (d) および 2 (e) を除き、ならびに、上記の問 1 (b) および (c) で、取引後情報が機関投資家市場の全参加者に公平に行き渡らない場合を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

該当するときは、上記認められた逸脱を条件として問 1 (a) 、 1 (b) 、 1 (c) 、 2 (a)、 2 (b) の 1 つ以上に肯定的に回答できない、または完了した取引の取引後情報が、個人投資家の参加できる市場で、適時かつ公平に入手できない。

原則 36	規制は、相場操縦その他の不正な取引行為を発見・抑止するよう策定されるべきである。
--------------	---

相場操縦、誤解を招く行為、インサイダー取引や他の詐欺または欺罔行為は、価格発見システムを歪め、価格を歪め、投資家に不当な不利益をもたらす可能性がある³⁸⁸。

そのような行為は、直接監視、検査、報告、製品設計要件、ポジション限度、決済価格規則や市場停止などのいくつかの仕組みを通じ、法律や取引規則の強力な執行で補完して、対応できる可能性がある³⁸⁹。

効果的な市場監視プログラムは、証券法、規制、市場規則、運営能力要件、および市場の基準の遵守を監視する仕組みを有するべきである。

規制当局は、継続的な取引監視の態勢を確実に整えておかなければならない。異常かつ不正の可能性のある取引が生じたら、その都度調査を開始すべきである。

規制が市場横断的な行為（例えば、オプション、ワラントや他のデリバティブ商品の取引を通じて、株式相場で利益を得ようと操縦する行為、または同一商品を複数の市場で取引する場合）を十分カバーするように、特段の注意を払わなければならない。

原証券が取引される法域が、デリバティブ商品の取引される法域と異なる場合、または、同一もしくは強い相関関係のある金融商品が 2 つの法域で取引される場合、ある法域の規制当局が、他の法域で市場活動を直接監視したり、市場活動に対する完全な調査を行うのが難しいため、不正や相場操縦の可能性が強まるだろう。関連する規制当局間に、効果的な執行の確保に十分役立つ、適切な情報共有がなければならない。

主要課題

1. 流通市場の取引の規制は、相場操縦、誤解を招く行為、インサイダー取引および他の詐欺または欺罔行為を禁止し、十分な、釣り合いの取れた、抑止的な制裁を科すべきである³⁹⁰。

³⁸⁸ *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*、IOSCO 専門委員会報告書、2000 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>。

³⁸⁹ *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf>。

³⁹⁰ *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*、上記。原則 11 および 12 も参照されたい。

2. 規制当局は、継続的な取引監視の態勢を確実に整えるべきである。異常かつ不正の可能性のある取引が生じたら、その都度調査を開始すべきである³⁹¹。
3. 規制は、例えばオプション、ワラントや他のデリバティブ商品の取引を通じて株式相場の操縦を行える市場横断的な行為をカバーすべきである。
4. 効果的な執行を確保するため、関連する規制当局間に、適切な情報共有がなければならない³⁹²。
5. 商品先物市場の監督に責任を負う当局（例えば、市場、政府の規制当局、SRO）（以下「先物市場規制当局」という）は、ポジションの集中と全体的な市場の構成を特定できる情報に、アクセスを有するべきである（トレーダーの関連する金融・原商品のポジションにアクセスする権限を含む）³⁹³。

主要論点

1. 規制システムは、認可された取引所や規制された取引システムで取引が認められた証券に関して、次の事項を禁止しているか。
 - (a) 相場操縦や価格操作
 - (b) 誤解を招く情報
 - (c) インサイダー取引
 - (d) フロントランニング
 - (e) 他の詐欺または欺罔行為および市場の濫用
2. そのような行為を検出し、抑止するための規制アプローチには、次の項目から導かれる仕組みの効果的かつ適切な組み合わせが含まれているか。
 - (a) 例えば、証券上場や商品設計要件（該当する場合）などの直接監視・検査・報告、ポジション限度、監査証跡の要件、気配値表示規則、注文取扱規則、清算価格規則または市場停止（法や取引規則の執行によって補完される）
 - (b) 違反に対する効果的な、釣り合いの取れた、抑止的な制裁³⁹⁴

³⁹¹ *Transparency of Corporate Bond Markets*、IOSCO 専門委員会報告書、2004 年 5 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD168.pdf>。

³⁹² *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives*、IOSCO 専門委員会報告書、2003 年 2 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD143.pdf>、35–40 ページ、市場間および国際的な協力の強化について。

³⁹³ *Task Force on Commodity Futures Markets*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>、17 ページ。

³⁹⁴ 原則 10、11 および 12 に基づく義務と比較されたい。

3. 以下の態勢は実施されているか。
 - (a) 取引行為に関する情報の継続的な収集と分析
 - (b) 必要に応じて是正措置を取る立場の市場当局者や規制当局者に、かかる分析結果を提供
 - (c) 市場に参加する市場仲介者の行動のモニタリング
 - (d) 疑わしい取引または取引パターンへの追加調査を発動
4. 国内で市場横断取引の可能性がある場合、国内市場を横断した阻害的取引を監視および／または対処するための検査・支援・情報共有の義務または取決めはあるか。
5. 外国のつながり、相当な外国勢の参加、または相互上場がある場合、相場操縦や他の市場阻害的取引慣行に対処するため、関連する外国規制当局および／または市場との協力取決めはあるか。
6. 商品先物市場の監督に責任を負う当局（例えば、市場、政府の規制当局、SRO のいずれか）（先物市場規制当局）のみにについて。この当局は、ポジションの集中と全体的な市場の構成を特定できる情報に、アクセスを有するか（トレーダーの関連する金融・原商品のポジションにアクセスする権限を含む）。

注釈

遵守の監視に不可欠な要素には、以下が含まれる。

1. 市場における日々の取引行為の監視（市場監視プログラムを通じて）
2. 市場仲介者の行動の監視（事業活動の検査を介して）
3. これらの活動から集めた情報の集約と分析³⁹⁵。証券とデリバティブ市場で、技法が異なり得る。規制当局は、そのアプローチがどのようにして、違反行為の発見、抑止、制裁に作用するかの説明を求められるべきである。

以下は、市場横断的な監視情報が関連性を持つケースの例である。原証券が取引される法域が、デリバティブ商品の取引される法域と異なるとき、または同一の金融商品は、2つの法域で取引されている場合、ある法域の規制当局が、他の法域で市場活動を直接監視したり、市場活動に対する完全な調査を行うのが難しいため、不正や相場操縦の可能性が強まるだろう³⁹⁶。商品が複数の市場で取引される場合も、関連性を有する³⁹⁷。

³⁹⁵ *Supervisory Framework for Markets*、上記、9 ページ。

³⁹⁶ *Supervisory Framework for Markets*、上記、6 ページ。

³⁹⁷ *Multi-Jurisdictional Information Sharing for Market Oversight*（2007 年 4 月）、13 ページ。

流通市場に関する原則

規制当局は、上記の原則 34 に基づき審査するのを条件に、取引所や取引システムの監視システムを利用できる。

商品市場（金融商品（すなわち規制された商品先物市場）と原商品（すなわち現物市場）の両方）の動きに懸念があり、相場急伸と市場のボラティリティ増大を伴う時期が訪れたとき、商品先物を特に監視する必要性が強調される。専門委員会はこの点で、効果的な市場完全性プログラムの構築にあたり、先物市場規制当局が援用できる包括的指針として、現物受渡しの先物市場に関する契約設計、監視、情報共有のベスト・プラクティスの指針と基準を示した「東京コミュニケ」を支持する³⁹⁸。この指針の鍵は、先物市場監視に責任を負う当局が、危険なポジション集中を特定し、全体的な市場の構成を評価し、機能を評価するため、先物だけでなく、関連する現物のポジションについても、十分な情報を得られるべきという点にある³⁹⁹。東京コミュニケが取り上げなかった株式デリバティブは、別の問題があり、評価を下す際、市場と当該商品の独特の属性を考慮しなければならない⁴⁰⁰。

ベンチマーク

完全実施

該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

概ね実施

問 4 および 5 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。ただし、相当な国際的または市場横断的な活動や協力が実際に生じていないのを条件とする。

一部実施

問 4 および 5 が該当する場合に、正規の協力の取決めはないかもしれないが、市場横断的および国際的な協力や情報共有の証拠があることを除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (a) 、 1 (b) 、 1 (c) 、 1 (d) 、 1 (e) 、 2 (a) 、 2 (b) 、 3 (a) 、 3 (b) 、 3 (c) 、 3 (d) もしくは 6（該当する場合）の 1 つ以上に肯定的に回答できない、または問 4 もしくは 5 が該当する場合に、正規の協力の取決めが存在したかどうかに関係なく、国際協力の証拠がない。

³⁹⁸ Task Force on Commodity Futures Markets （2009 年）、上記を参照されたい。

³⁹⁹ Task Force on Commodity Futures Markets （2009 年）、上記、15 ページ。

⁴⁰⁰ Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts （1998 年）、上記。

原則 37 規制は、大口エクスポージャー、デフォルトリスク、市場の混乱を適切に管理することを目的とすべきである。

活発な市場にとってリスクテイクは必須であり、規制が正当なリスクテイクを不必要に抑制すべきではない。むしろ規制当局は、効果的なリスク管理を促進および容認すべきであり、資本や他の健全性義務が適切なリスクテイクに十分対応し、一定の損失を吸収できるようにし、過剰なリスクテイクを抑えるように確保すべきである。監督を受け、効果的なリスク管理ツールを用いる、効率的で適切な構造の清算・決済プロセスが欠かせない⁴⁰¹。法制度も、効果的かつ法的に安全なデフォルト処理の取決めを支援しなければならない。これは法域の証券法にとどまらず、破産法にも及ぶ問題である。破産法は、デフォルトや管財・破産手続きの開始があっても、リスクを切り離し、システムに事前に差し入れられた担保が保持・適用されることを支援しなければならない。

不安定性は、他の法域で生じたり、複数の法域にまたがって発生する事象からも起こり得る。したがって、市場混乱に対する規制当局の対応は、協力と情報共有を通じた国内および国際的な安定の促進を図るべきである。

本セクションは、株式市場の空売りが市場に与え得る影響への懸念も取り上げる。

主要課題

大口エクスポージャーのモニタリング

1. 市場当局⁴⁰²は、市場や清算機関にリスクを与えるほど大きな未決済ポジションや未決済取引の信用エクスポージャー（すなわち、大口エクスポージャー）⁴⁰³を監視する仕組みを備えるべきである。市場当局はこの目的のため、

⁴⁰¹ 原則 38 を参照されたい。

⁴⁰² 「市場当局」の語は、大口エクスポージャーの目的において、市場に対する一定の規制機能を果たす上で、法律または規制上の権限を有する法域内の当局を指すのに用いられる。関連する市場当局は、法域によって、規制機関、自主規制機関および／または市場自体の可能性もある。Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures、IOSCO 専門委員会報告書、1996 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD49.pdf>、2 ページ。

⁴⁰³ 「大口エクスポージャー」の表現は、市場や清算機関にリスクを与えるほど大きな未決済ポジションを指す。この目的で「大口エクスポージャーは、未決済ポジション、未決済の売りポジション、証拠金のポジション、オプションおよび他のデリバティブと解されうる。」

- (a) 市場への適切な発動水準を確立し、市場のポジションの規模を継続的に監視する⁴⁰⁴。
- (b) 必要に応じて、市場仲介者の会員の直接の顧客が保有するポジションの規模や、実質的な所有の情報にアクセスする⁴⁰⁵。
- (c) 直接の市場参加者が、請求された市場情報を市場当局に提供しない場合、適切な措置を講じる権限を持つ。
- (d) 市場参加者にエクスポージャーの圧縮、追加証拠金の差入れ、追加担保の預託を要求するなど、適切な措置を講じる権限を持つ。
- (e) 適切な経路で大ロエクスポージャーの情報共有を容易にする仕組みを促進する。

デフォルトの手続きー透明性と実効性

- 2. 市場当局は、市場のデフォルトの手続きの関連情報を、市場参加者が得られるようにすべきである。
- 3. 規制当局は、デフォルト関連の手続きおよび認められた是正措置が、効果的かつ透明であるように確実に期すべきである。
- 4. 関連商品（現物またはデリバティブ）の市場当局は、市場混乱の悪影響を最小限に抑える観点から、できる限り速やかに、互いに協議すべきである⁴⁰⁶。

空売り

- 5. 空売りは、金融市場の秩序ある効率的な機能と安定に影響しかねない潜在的リスクを緩和するまたは最小限に抑えるため、適切な統制を受けるべきである。
- 6. 空売りは、市場または市場当局に情報を適時提供する報告制度の対象とすべきである。
- 7. 空売りは、決済規律を植え付け、決済が滞るリスクを最小限に抑える意図で、空売りの動きを監視する効果的な遵守・執行制度の対象とすべきである。

⁴⁰⁴ 評価者は、効果的な継続監視があったと結論づける前に、評価手順の実証的な証拠を請求すべきである。以下も参照されたい。*Report on Cooperation between Market Authorities and Default Procedures*、上記、3ページ、第6パラグラフ。

⁴⁰⁵ 口座開設書に署名したブローカーの直接（すなわち、直接取引する）顧客が、実は、口座を支配する見知らぬ人物（実質所有者）の代理で活動しているかもしれない。市場当局は、例えばポジションを名寄せするため、実質所有者を特定できなければならない。

⁴⁰⁶ *High Level Principles for Business Continuity*、合同フォーラム報告書、2006年8月、入手先は<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD224.pdf>。

8. 空売りの規制は、効率的な市場の機能と発展に向けて、一定種類の取引への適切な例外を容認すべきである。

主要論点

大口エクスポージャーのモニタリング

1. 市場当局は、市場や清算機関にリスクを与えるほど大きな未決済ポジションや信用エクスポージャーのリスクを監視し、継続的に評価する趣旨の仕組みを備えており、そこに以下の項目が含まれているか。
 - (a) 大口エクスポージャー（市場当局が定義）の特定、継続的監視、評価プロセスの目的において、市場に見合う定性的または定量的な発動水準⁴⁰⁷
 - (b) 必要に応じて、市場仲介者の直接の顧客が保有するポジションの規模や実質所有に関する情報へのアクセス
 - (c) エクスポージャーの評価に必要な関連情報を提供しない市場参加者に、適切な措置を講じる権限（例えば、ポジションの清算の義務づけ、証拠金率の引き上げ、および／または取引の特権の取り消し）⁴⁰⁸
 - (d) 大口ポジションを保有または支配する市場参加者に、エクスポージャーの圧縮や追加証拠金の差入れを強制するなど、適切な措置を講じる一般的権限
2. 公式・非公式を問わず、市場や規制当局が、以下の規制当局や市場との間で、共通の市場参加者の大口エクスポージャーや関連商品の情報を共有できる態勢は存在するか。
 - (a) 国内法域で
 - (b) 他の関連する法域で⁴⁰⁹

デフォルトの手続きー透明性と実効性

3. 市場当局は、特に以下に関する情報を含め、市場参加者に対し、利用できるデフォルト手続きを周知させているか。

⁴⁰⁷ I、上記、ページ3、第4パラグラフを参照されたい。

⁴⁰⁸ *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*、上記、4ページ、第8パラグラフを参照されたい。

⁴⁰⁹ *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*、上記、4ページ、第8パラグラフ、公式／非公式のメカニズムの推進に関して。See also *Report on Trading Halts and Market Closures*、IOSCO 専門委員会報告書、2002年10月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD138.pdf>、23－24ページも参照されたい。。

- (a) 措置を取ることのできる一般的状況
 - (b) 誰が当該措置を取ることができるか
 - (c) 取り得る措置の範囲⁴¹⁰
4. デフォルトの手続きおよび／または国内法は、市場および／または清算・決済システムが、破綻企業の自己勘定の未決済ポジションや顧客のため保有するポジションを処理して、同企業の問題を速やかに切り離せるようにしているか。または他の形で、国内法に基づく仲介者のデフォルトから、顧客の資金や資産を保護できるようにしているか。
5. 関連商品の市場当局が、市場の混乱の悪影響を最小限にとどめるため、相互に協議できる仕組みはあるか。

株式市場の空売り⁴¹¹

6. 関連市場当局⁴¹² は以下を定めているか。
- (a) 該当する株式市場にとって適切で、株式市場の秩序だった効率的な機能と安定に影響しかねない潜在的リスクを緩和するまたは最小限にとどめる目標を伴った統制（少なくとも、破綻した取引の厳格な決済を含む）。
 - (b) 市場、または最低限の義務として市場当局に対し、空売り情報を適時提供する報告制度。
 - (c) 効果的な法令遵守・執行制度（原則 11 に基づき評価）の一環として、
 - (i) 市場当局が決済不能を日常的に監視するなど、決済の規律を促進する措置、
 - (ii) 空売り行為の監視の監視。ここでの不足は、原則 11 の評価でも考慮されるべきである。
 - (d) 効率的な市場の機能と発展に向けた、一定種類の取引への適切な例外適用（善意のヘッジ、マーケットメイキングおよび裁定取引が例に挙げられるが、これらに限らない）。

⁴¹⁰ 同書。先物やオプション取引に関する市場の不履行手続きで、市場参加者が入手すべき情報のひな形やリストについて。

⁴¹¹ *Regulation of Short Selling*、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 6 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf> は、株式市場の空売りしか取り上げていない。例えば、カバーされていない空売り、資本市場、空売りの決済サイクルの必要性に関する同報告書の言及は、報告書が株式に焦点を当てているのを明らかにしている。

⁴¹² *Regulation of Short Selling*、上記、4 ページ、脚注 2 は、「市場当局」の語が証券規制当局、自主規制機関、取引所および代替取引システムを含むと説明している。同報告書はまた、「一部の法域では、空売り規制が、証券規制当局の監視を受ける法律ベースの要件と、自主規制機関、取引所または代替取引システムが定める規則で構成される」と述べている。

注釈

「大口エクスポージャー」のモニタリング

市場当局は、適切なリスク管理ができるように、大口エクスポージャーを細かく監視し、互いに情報を共有すべきである。このメソドロジーに含まれる大口エクスポージャー監視のアプローチは、流通市場のメソドロジーの序文で述べたとおり、「規制は市場構造、市場参加者、商品に応じて異なり得る…」となる。したがって、関連する「主要論点」の評価は、導入されているさまざまな規制構造や、市場の特徴を認識すべきである。

例えば、メソドロジーは、規制当局、自主規制機関および／または市場自体（すなわち「市場当局」）が、大口エクスポージャーの監視機能自体を果たし得ると認識している。

同様に、発動水準（大口エクスポージャーの特定に用いられる定性的または定量的な基準）を定めるべきと述べた際、原則および主要論点 1 は、当該市場にとって「適切」であるべきと明確にしている。これに関して、「大口エクスポージャー」を構成するものの判断は、その法域内で行動する関連「市場当局」が下す。それゆえ、すべての市場が、同じ大口エクスポージャー監視の必要性、発動水準、監視アプローチを有するわけではないことになる。

この監視機能を果たすため、市場当局は、市場の会員の「直接」の顧客（すなわち、市場の会員が取引する顧客）が保有するポジションの規模と実質所有に関する情報に、アクセスを有すべきである。市場当局はこれで、会員にエクスポージャーの圧縮や証拠金率の引上げを義務づけるなど、適切な措置を取ることができる。

市場当局は、適切な経路で上記情報の共有を容易にする仕組みを促進すべきである。市場の会員が市場当局に関連情報を提供しない場合、当局は—CCP が既に与えた仕組みを考慮しつつ—会員の今後の取引を制限する、ポジション解消を義務づける、証拠金率を引き上げる、取引上の特権を取り消すなど、適切な措置を取れるようにすべきである。

市場・金融の健全性を目的とした大口エクスポージャーのモニタリング

監視プログラム自体が、市場の種類だけでなく監視目的（市場の完全性や金融の完全性）においても、適切となるべきである。株式市場と先物市場の違いは、考慮しなければならない⁴¹³。

⁴¹³ The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts、IOSCO 専門委員会報告書、1998 年 9 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf>.

例えば、市場の完全性の目的のため、商品先物市場の大ロエクスポージャーを監視するのは（起こり得る相場操縦や他の不正取引を発見するための市場監視）、IOSCO が直接取り上げている⁴¹⁴。これらの報告書は、「大ロエクスポージャー」監視プログラムが商品先物市場に関して必要だと明確にしている⁴¹⁵。

対照的に、株式市場における市場の完全性の懸念についての IOSCO の報告書は、市場混乱期の現物（株式）市場とデリバティブ市場の関係に焦点を当てて、市場当局は、関連するポジションの情報にアクセスできる必要があると強調した⁴¹⁶。

株式市場とデリバティブ市場の両方で、大口の信用エクスポージャーに関連する金融の完全性の懸念は、IOSCO と支払・決済システム委員会（CPSS）が合同採択した証券決済システムと中央清算機関に適用される基準や、関連する評価メソッドロジックで、より詳しく扱われる。これらは、IOSCO と CPSS が合同で随時改正し、採択するだろう。したがって、信用エクスポージャーに対処する市場当局の監視プログラムを評価する際、原則 38 に基づく評価を行い、IOSCO-CPSS の基準で行われるであろう別の評価の補完と見なすべきである。

デフォルト

効果的かつ透明—規制当局は、デフォルトに関連した手続きが、効果的かつ透明であるように確保すべきである。市場当局は、市場でのデフォルト手続きの関連情報を市場参加者に周知させるべきである。

協議と情報共有—関連商品（現物またはデリバティブ）の市場当局は、市場混乱の悪影響を最小限に抑える観点から、できる限り早急に互いに協議すべきである。必要であろう情報には、コンティンジェンシープラン、連絡先、市場混乱に対処する構造的措置、および市場の状況に関する情報（市場当局が取った措置、相場、取引行為、市場全体のデータなど）が含まれる。

不安定性は、別の法域で発生したり、複数の法域にまたがって発生する事象から起こる可能性がある。そのため、規制当局の市場混乱への対応は、協力と情報共有を通じて、国内および国際的に安定を促進するように努めるべきである。

⁴¹⁴ Task Force on Commodity Futures Markets、IOSCO 専門委員会報告、最終報告書、2009 年 3 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>。以下も参照されたい。Task Force on Commodity Futures Markets, Report to the G-20、IOSCO 専門委員会報告書、2010 年 6 月および 2010 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD324.pdf> および <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD340.pdf>。

⁴¹⁵ Task Force on Commodity Futures Markets、最終報告書、上記、17 ページ。

⁴¹⁶ Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption、IOSCO 専門委員会報告書、1993 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD29.pdf> および Coordination Between Cash and Derivative Markets、IOSCO 専門委員会報告書、1992 年 10 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD22.pdf>。

流通市場に関する原則

破産法—法制度も、デフォルト処理の効果的かつ法的に安全な取決めを支えなければならない。これは法域の証券法にとどまらず、破産法にも及ぶ問題である。破産法は、デフォルトや管財・破産手続きの開始があっても、リスクを切り離し、システムに事前に差し入れられた担保の保持と適用を支援しなければならない。

例えば、以下の仕組みは、金融破綻や市場混乱の対処に関連性を持つ可能性がある。一方、リスクを切り離し、仲介者のデフォルトに対する補填から資金を守る目的が達成されるなら、他の仕組みも適切な可能性がある。

- 市場のデフォルト手続きに具体的に対応する、国の破産法
- 中央銀行の保証
- 市場の取引相手への債務を履行するため、デフォルト企業の自己資金・資産の活用
- 破産法に干渉されない、市場の規則に基づく、デフォルト企業の顧客のポジションの譲渡や解消⁴¹⁷
- 顧客の資金と資産の移転、または保証制度の活用
- 顧客のポジションや資金が譲渡される場合は、会社と顧客のポジション、預金および未収金を分別する取決め

規制当局は、準拠する破産法に関する懸念を特定すべきである。

原則 37 の評価は、原則 38 に関して特定されたリスク管理の脆弱性を考慮すべきである。この原則に基づく知見と清算・決済に関する知見に関して、緊密なコミュニケーションが行われるべきである。

空売り

⁴¹⁷ 解消が受け入れられるのは、ポジションの性質上、譲渡が現実的でない場合や、顧客が譲渡に必要な文書を完成していない可能性がある場合、または準拠する規制が譲渡を容認しない場合である。以下も参照されたい。*Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, supra*、上記、パラグラフ 6(3)。半面、市場は、直接の参加者がひとたびデフォルトを起こしたからといって、未決済取引の維持を義務づけられるべきではない。

空売りは、一部の法域で、流動性を支えるのに役立つ仕組みと見なされている。より効率的な価格発見の提供、市場のバブルを緩和する可能性、ヘッジや他のリスク管理行為の促進など、さまざまな理由で、市場で重要な役割を果たしている。しかし、特に市場が極端な状況にあるとき、一定種類の空売りや、一定の阻害的な戦略と組み合わせた空売りの活用は、無秩序な市場につながりかねないとの一般的な懸念もある。空売りが導入されるときは、効果的な規制の枠組みが導入されるべきである。規制の主眼は、証券の貸借、ヘッジ、および資本形成やボラティリティの引下げに重要な他の種類の取引（リスク管理目的で活用されるものなど）に、不当な影響を与えずに、空売りの濫用がもたらしかねない潜在的な不安定化の効果を減らすことにある。空売り規制は、効率的な市場の機能と発展に向けた一定種類の取引に対し、適切な例外を容認すべきである。

主要論点 6 (c) に関して、モニタリングと監視は、ショートポジションの報告および／または空売りのフラグ付けを通して行える効果的な遵守・執行制度の要素である。空売りのフラグ付けおよび／またはショートポジションの報告制度がある法域の市場当局は、潜在的な市場の不正やシステミックリスクを特定するため、空売り報告を通じて得た情報を分析する仕組みを設置するのが望ましい。

ベンチマーク

完全実施

問 4 に挙げた仕組みのうち、当該法域で利用できるものの組み合わせが、破綻の影響の緩和や、特に破綻する機関のリスクを切り離すのに十分だと考慮した上で、該当するすべての問いに肯定的回答を要する⁴¹⁸。

概ね実施

問 4 の仕組みの評価を条件として、問 1 (a) 、1 (b) 、1 (c) 、2 (b) 、3 (a) および 5 を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。ただし、市場横断的なリスクに対応するため、他の措置が施行されており⁴¹⁹、問 6 (c) または 6 (d) には、わずかな未達しかない場合とする。

一部実施

問 1 (a) 、3 (a) 、5 および 6 (a) または 6 (b) を除き、該当するすべての問いに肯定的回答を要する。

不実施

問 1 (d) 、2 (a) (該当する場合) 、3 (b) 、3 (c) 、4 もしくは 6 (a) および (b) の 1 つ以上に肯定的に回答できない、または破産法もしくは他の関連する国内法が不確実である、もしくは破綻企業のリスクの切り離しや混乱に対する効果的な管理を支えない。

⁴¹⁸ 市場混乱への対応が、協力と情報共有を通じて、国内および国際的な安定の促進を図るべきだと理解せよ。

⁴¹⁹ 監視プログラムに基づく例外の報告は、重要な問い 1 (a) で検討したモニタリングと整合する。

J. 清算と決済に関する原則

原則 38 証券決済システムと中央清算機関は、それらが公正、実効的、効率的であり、システミックリスクを削減するよう設計された規制・監督上の要件に服するべきである。

国内・国外の両方で、証券・デリバティブ市場や支払・決済システムが混乱する恐れがあるため、証券決済システム（SSS）と中央清算機関（CCP）は、公正、実効的、効率的で、システミックリスクを緩和するように確実に期して、効果的な規制と監督に従うべきである。規制当局は、潜在的な国内および国際的リスクに対処するため、国内外の両方で、中央銀行を含む他の関連規制当局と協力する用意を整えておくべきである。

証券決済システムへと中央清算機関に適用される基準や、そうした基準の遵守評価のメソドロジーは、IOSCO と CPSS が合同で採択した勧告や評価メソドロジーに明記されており、IOSCO と CPSS が合同で随時改正し、採択するだろう⁴²⁰。

評価は、SSS 勧告が SSS を広く定義し、証券取引の確認、清算および決済、証券の保護預かりの制度的取決めをすべて含めた点に留意すべきである。その結果、SSS 勧告の具体的な範囲には、ばらつきが生じる⁴²¹。

注： IOSCO と CPSS は 2011 年 3 月に、市中協議報告書「金融市場インフラのための原則」を発表した。これは、資金および他の金融取引の記録、清算、決済を促進する金融市場インフラ（FMI）のための基準を見直して、更新する。基準は、システミックな影響の大きい資金決済システム、証券集中保管機関（CSD）、証券決済システム（SSS）、中央清算機関が対象である。基準はまた、店頭（OTC）デリバティブ CCP や取引情報蓄積機関に追加的な指針を与える。これらの基準は、IOSCO および CPSS で採択された場合、評価の中で言及すべきである。新基準の適用可能性と従来基準の継続適用の可能性を見極めるため、既存の IOSCO-CPSS 基準に対する新基準の位置づけに、特段の関心を寄せるべきである⁴²²。

⁴²⁰ *Interim Guidance on the Revision to the Objectives and Principles of Securities Regulation*（2010 年 6 月）。以下も参照されたい。*Recommendations for Securities Settlement Systems*、IOSCO 専門委員会と支払・決済システム委員会（CPSS）の報告書、2001 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD123.pdf>; *Assessment Methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems"*、IOSCO-CPSS 報告書、2002 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD139.pdf> および *Recommendations for Central Counterparties (standards and assessment methodology combined)*、IOSCO-CPSS 最終報告書、2004 年 11 月、入手先は <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>。

⁴²¹ 証券規制当局、中央銀行、場合によっては銀行規制当局が、適切な SSS 勧告の適用範囲を決めるため、協力する必要がある。IOSCO-CPSS の SSS 勧告、パラグラフ 1.10。

⁴²² 例えば、SSS からの市場に関する勧告の全面的な再検討は、今回の見直しの一環として行われておらず、勧告は引き続き有効と提案されている。提案のパラグラフ 1.7 を参照されたい。

添付資料 1 – 法律の枠組み

効果的な証券規制は、適切な法的枠組みに依存する。法域の国内法で対処すべき問題には、以下が含まれる。

1 会社法

- 1.1 会社の設立
- 1.2 取締役や幹部の責務
- 1.3 株式公開買付および支配権変更の効果を持つ意図の他の取引の規制
- 1.4 証券の発行および売出しを統括する法
- 1.5 証券保有者が情報を踏まえて議決に関わる判断を下せるための情報開示
- 1.6 大量株式保有の開示

2 商法／契約法

- 2.1 契約の私的権利
- 2.2 証券の貸借と担保契約の促進
- 2.3 財産権（証券に付随する権利を含む）および権利の譲渡を統括する規則

3 税法

- 3.1 明確性と整合性――投資や投資商品の扱いを含むが、それに限らない

4 破産法

- 4.1 清算に関する証券保有者の権利
- 4.2 仲介者の破産における顧客の権利
- 4.3 相殺

5 競争法

- 5.1 反競争的慣行の防止
- 5.2 不公正な参入障壁の防止
- 5.3 市場支配的地位の濫用の防止

6 銀行法

7 紛争解決制度

- 7.1 公正かつ効率的な司法制度（仲裁または他の代替的紛争解決制度を含む）
- 7.2 裁判所命令および仲裁裁定（外国の命令および裁定を含む）の執行可能性